

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

Simone Viana Volpato Legat

**EFEITOS DA DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS EM DINHEIRO NAS AÇÕES DO
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado

FLORIANÓPOLIS
2004

SIMONE VIANA VOLPATO LEGAT

**EFEITOS DA DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS EM DINHEIRO NAS AÇÕES DO
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa
de Pós-Graduação em Engenharia de Produção
da Universidade Federal de Santa Catarina,
como requisito parcial para a obtenção do
título de Mestre em Engenharia de
Produção.

Orientador: Prof. Emílio Araújo Menezes, Dr.

FLORIANÓPOLIS

2004

SIMONE VIANA VOLPATO LEGAT

EFEITOS DA DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS EM DINHEIRO NAS AÇÕES DO
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

**Esta dissertação foi julgada e aprovada para a obtenção do título de Mestre em
Engenharia de Produção no Programa de Pós-Graduação em Engenharia de
Produção da Universidade Federal de Santa Catarina.**

Florianópolis, 06 de agosto de 2004.

Prof. Edson Pacheco Paladini, Dr.
Coordenador

Banca Examinadora:

Prof. Emílio Araújo Menezes, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina
Orientador

Prof. Jurandir Sell Macedo Júnior, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Maurício Andrade de Lima, Dr.
Universidade do Sul de Santa Catarina

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer aos meus pais e irmãos, pelo apoio e incentivos para a conclusão desta etapa de minha formação.

À Ricardo, pelo carinho e amor que dedica à nossa família.

Às minhas queridas filhas, Lilian e Marina pela felicidade que trazem para a minha vida, diariamente.

Ao Prof. Emílio, pela orientação e paciência dispensadas para a realização deste trabalho.

RESUMO

LEGAT, Simone Viana Volpato. **Efeitos da Distribuição de Proventos em Dinheiro no Retorno das Ações do Mercado de Capitais Brasileiro**. 2004. 100f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – PPGE/UFSC, Florianópolis – SC, Brasil.

O objetivo deste trabalho consistiu em analisar o efeito da distribuição de proventos em dinheiro, incluindo dividendos e juros sobre capital próprio, no retorno das ações do mercado acionário brasileiro. Formaram-se então, carteiras ativas com ações do Ibovespa 2000. Para isto, utilizou-se os Dividend Yields das ações, formando-se assim duas carteiras teóricas de ações por ano, uma contendo as 12 ações de maiores Yields e a segunda com os menores e/ou nulos Yields. A pesquisa foi realizada à partir de janeiro de 2000 à dezembro de 2003, sendo formadas portanto, 8 carteiras de ações. Os retornos foram calculados e comparados entre si, bem como com o Ibovespa, índice representativo do mercado. O resultado apresentado pelas carteiras com ações de Maiores Yields foi superior ao retorno das carteiras com baixo e/ou zero Yield em todos os períodos e ainda superior ao retorno do Ibovespa. Portanto, dentro das delimitações do trabalho, há evidências de que o mercado tende a precificar melhor aquelas ações que representam as empresas com maior distribuição de proventos, indicando a relevância da política de dividendos no Brasil.

Palavras Chave: Política de Dividendos. Preço das Ações e Dividend Yield.

ABSTRACT

LEGAT, Simone Viana Volpato. **Efeitos da Distribuição de Proventos em Dinheiro no Retorno das Ações do Mercado de Capitais Brasileiro**. 2004. 100f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – PPGE/UFSC, Florianópolis – SC, Brasil.

The objective of this paper was to analyze the effects of dividends share on stock prices value. Were formed portfolios at two different levels of Yield. The portfolios were changed every year. The first portfolio contains 12 highest Yields and the second portfolio contains the 12 lowers Yields. The investigation was realized since 2000 January until 2003 December. Were formed 8 portfolios and the results were compared. The results of high Dividend Yield portfolio were higher than low and zero Dividend Yield portfolio and Ibovespa. Than, since this is a delimited investigation, the stock market tends to value the companies that pay more dividends.

Key Words: Dividend Policy. Stock Prices and Dividend Yield.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Ações componentes da amostra.....	66
Tabela 2 – Fontes e Dados.....	67
Tabela 3 - Dividend Yields.....	69
Tabela 4 – Estatísticas dos Dividend Yields.....	70
Tabela 5 – Resumo dos Retornos anuais (dos preços das ações).....	71
Tabela 6 – Resumo das Carteiras de Maiores Yields.....	74
Tabela 7 – Resumo das Carteiras de Menores Yields.....	74

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	10
1.2	OBJETIVOS	13
1.2.1	<i>Objetivo geral</i>	13
1.2.2	<i>Objetivos específicos</i>	13
1.3	JUSTIFICATIVA	14
1.4	METODOLOGIA DA PESQUISA E DELIMITAÇÕES	16
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO	18
2	POLÍTICA DE DIVIDENDOS	20
2.1	TIPOS DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS	21
2.2	FATORES QUE INFLUENCIAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	24
2.3	OUTROS FATORES RELACIONADOS À POLÍTICA DE DIVIDENDOS	25
3	ASPECTOS SOCIETÁRIOS DOS DIVIDENDOS CONTIDOS NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS	27
3.1	FORMAS DE DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS AOS ACIONISTAS	28
3.2	OS DIREITOS DOS INVESTIDORES A DIVIDENDOS	30
3.3	DATAS DOS DIVIDENDOS	31
3.4	AÇÕES PREFERENCIAIS	32
3.5	AÇÕES ORDINÁRIAS	34
4	TEORIAS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E SEU IMPACTO SOBRE O RETORNO DAS AÇÕES	36
4.1	A IRRELEVÂNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS	37
4.2	A RELEVÂNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS	39
4.3	O EFEITO DOS IMPOSTOS	41
4.4	O VALOR INFORMATIVO DOS DIVIDENDOS OU HIPÓTESE DA SINALIZAÇÃO	44
4.4.1	SINALIZAÇÃO POSITIVA	46
4.4.2	SINALIZAÇÃO NEGATIVA	47
4.5	A TEORIA DAS EXPECTATIVAS	48
4.6	OS CUSTOS DE AGÊNCIA	49

4.7	EFEITO CLIENTELA	52
4.8	ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	54
4.8.1	MODELO DE LINTNER (1956)	55
4.8.2	MODELO DE HIGGINS (1972)	56
4.8.3	BLACK E SCHOLES (1974)	57
4.8.4	LONG JR. (1978)	59
4.8.5	LITZEMBER E RAMASWAMY (1979)	60
4.8.6	MILLER E SCHOLES (1982)	61
4.8.7	POTERBA (1986)	61
4.8.8	MODELO DE ROZEFF (1987)	62
4.9	ESTUDOS EMPÍRICOS REALIZADOS NO BRASIL	63
4.10	ETAPAS PARA A CONCLUSÃO DO ESTUDO	64
5	EFEITO DA DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS NO RETORNO DAS AÇÕES DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO	66
5.1	AMOSTRA	66
5.2	DADOS	67
5.3	DIVIDEND YIELD	68
5.4	RETORNO ANUAL DAS AÇÕES	72
5.5	FORMAÇÃO DAS CARTEIRAS	73
5.6	RESULTADOS DA PESQUISA	75
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES	80
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	83
	APÊNDICES	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

CAPÍTULO 1

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo serão apresentados a contextualização do tema, estabelecidos os objetivos buscados pelo trabalho e a justificativa, finalizando com a metodologia utilizada e as delimitações do estudo.

1.1 Contextualização

Os preços das ações são formados através da dinâmica das forças da oferta e da procura de cada ação. A maior ou menor oferta e procura está diretamente relacionada ao comportamento histórico dos preços e, sobretudo as perspectivas futuras da empresa emissora da ação. Inclui-se aí sua política de dividendos, prognósticos de expansão de seu mercado e lucros, influência da política econômica sobre as atividades da empresa, entre outros fatores.

A valorização da ação em bolsa é o principal parâmetro de avaliação da sua performance como investimento. Entretanto, o investidor tem como atrativo adicional a possibilidade de ser remunerado através do recebimento de proventos em dinheiro, tais como, dividendos, juros sobre capital próprio ou recompra de ações. É importante lembrar, que o pagamento de dividendos em um ano, poderá não se repetir no próximo. Sendo assim, deve-se analisar seu histórico de pagamentos, o relacionamento empresa-acionista, além de avaliar se a empresa e seu setor de atuação têm potencial de crescimento.

Os dividendos são a parte dos lucros que os acionistas recebem ao fim de cada exercício contábil. São distribuídos a partir do lucro líquido apresentado pela empresa, e portanto, livres de tributação.

Além dos dividendos, as empresas ainda podem distribuir juros sobre capital próprio, mas estes não são pagos de acordo com o resultado obtido no período. Os juros sobre o capital próprio são distribuídos com base nas reservas de lucros da empresa, ou seja, os lucros apresentados nos anos anteriores e que ficaram retidos na empresa. Este tipo de pagamento traz vantagens fiscais para a empresa, já que seu pagamento é descontado pela empresa sob forma de despesas financeiras, o que diminui o lucro líquido, e conseqüentemente o pagamento do imposto de renda.

Para o acionista que pretende formar uma carteira de investimento e mantê-la por um longo tempo, um dos principais pontos a se verificar é a política de distribuição de proventos utilizada pela empresa, ou seja, quanto do lucro a ser distribuído será pago a cada ação. Uma opção, para quem prefere investir no médio ou longo prazo, sem a preocupação dos gráficos ou acompanhamento diário da bolsa, tem como alternativa as empresas com políticas de dividendos agressivas, ou seja, boas pagadoras de dividendos. Além da rentabilidade das ações, o investidor pode contar com uma renda adicional, os dividendos, distribuídos pela empresa na realização dos lucros. Um ponto importante a ser lembrado é que o dividendo não deve ser o único fator a ser utilizado na escolha de uma ação para investimento, mas é um critério importante, que deve ser levado em conta.

O valor de mercado de uma empresa é igual ao valor atual dos dividendos futuros, sendo dividendos entendidos como todas as distribuições que a empresa faça aos seus acionistas. (MASCAREÑAS, 2002).

O processo de escolha do melhor investimento para a empresa, geralmente, está centrado na maximização do retorno, em entidades com fins lucrativos. No mercado financeiro, a importância de tal informação ser compreendida corretamente é de suma importância, haja visto que o valor de uma companhia é determinado não

só pelo que ela pode auferir em fluxos de caixa atualmente, mas sim no futuro (DAMODARAN, 1999).

O valor da empresa pode ser medido pelo preço das ações ou por seu retorno exigido. Os investidores têm três preferências diferentes em relação à distribuição de dividendos pela empresa e suas implicações no preço das ações (BLACK; SCHOLES, 1974). São elas:

- a. preferência: preços mais baixos e retornos mais altos;
- b. neutralidade: ausência de influência sobre os preços e os retornos;
- c. aversão: preços mais altos e retornos mais baixos;

Os mercados de ações do mundo possuem seus próprios mecanismos de funcionamento, incluindo suas legislações e o desenvolvimento econômico do país. Tais condições influem nas informações que circulam pelo mercado e o acesso aos recursos disponíveis.

La Porta et al. (2000, p. 3-9) realizaram um estudo sobre as influências do sistema legal vigente em vários países. Concluíram que o comportamento dos investidores difere de acordo com a proteção recebida. Quanto melhor a proteção legal, mais os investidores buscam dividendos das empresas.

Desde a publicação em 1961 do artigo de Modigliani e Miller, onde defendiam a irrelevância da política de dividendos, a relação entre dividendos e preço da ação tornou-se objeto de muitas discussões acerca do assunto.

Sendo a política de dividendos não é só uma decisão do que se pagar aos acionistas, mas também uma decisão sobre o quanto ficará retido na empresa e os motivos de tal retenção, muitas proposições têm sido levantadas a respeito do assunto. A relevância da política de dividendos para o valor da ação é objeto de discussões desde 1961. Existe os que afirmam haver uma relação positiva entre

dividendos e valor, outros que acreditam que a relação é negativa e há ainda os que acreditam que tal relação é irrelevante.

Em vista de tais argumentos, a distribuição de proventos de uma empresa produz algum impacto no retorno de suas ações?

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

Este trabalho tem como objetivo principal verificar qual o efeito da política de distribuição de proventos em dinheiro por uma empresa, no retorno de suas ações.

1.2.2 Objetivos específicos

- Realizar uma revisão da literatura das principais teorias que enfocam a política de dividendos, visando a ampliação dos conhecimentos acerca do assunto, bem como os resultados apresentados por estudos empíricos realizados anteriormente;
- Comparar o retorno de carteiras de ações, selecionadas a partir de uma maior distribuição de proventos com as de menor ou zero distribuição de proventos; e
- Verificar se o investidor poderá auferir ganhos maiores que o mercado, optando por carteira de ações que distribuem maiores proventos.

1.3 Justificativa

O mercado acionário tem despertado muito interesse nos últimos anos devido a sua valorização em relação a outras modalidades de aplicações financeiras.

O processo de globalização vem derrubando as barreiras econômicas entre os países, possibilitando a entrada de capital estrangeiro em suas economias. Com a abertura do mercado a investidores estrangeiros e com o avanço dos meios de comunicações, o mercado acionário brasileiro ganhou maior dinamismo, inserido nas opções mundiais de investidores estrangeiros e investimentos de grandes fundos.

Devido a crescente competição no mercado acionário, a informação repassada pelas empresas deve ser transparente e confiável. A importância das informações dos resultados apresentados está diretamente ligada à eficiência do mercado. Segundo Reilly (1994), um mercado de capitais é eficiente quando o preço das ações ajusta-se a informação divulgada. É de suma importância, portanto, que as informações relevantes estejam disponíveis aos investidores o mais rapidamente possível, visto que as demonstrações financeiras e o relatório da administração são o principal instrumento de comunicação entre investidores e empresa.

A política de dividendos apresentada pela empresa a seus investidores, mostra o quanto do lucro será distribuído aos acionistas e quanto será retido e reinvestido na empresa. O investidor então, poderá auferir ganhos não só pela valorização da ação, mas como receberá proventos via dividendos e/ou juros sobre capital próprio.

Por um lado existem controvérsias acerca da importância dos dividendos para o retorno das ações, por outro, a análise fundamentalista utiliza os lucros e dividendos em sua tomada de decisões. Sendo assim, caso as ações com elevado

Dividend Yield¹ apresentassem melhor desempenho que as com baixo Dividend Yield, comparando ainda o resultado com os do índice do mercado brasileiro, no caso o Ibovespa, poder-se-ia extrair daí uma evidência de que realmente os dividendos são importantes (BUENO, 2000). Uma das formas de saber se o retorno das ações é razoável, é a comparação dos dividendos distribuídos pela empresa com o seu valor de mercado.

No Brasil, o período inflacionário diminuiu a importância da política de distribuição de dividendos como indicador determinante para a escolha das melhores opções de investimento no mercado acionário, visto que havia uma deterioração entre o valor proposto e o valor efetivamente distribuído. Com a redução dos índices inflacionários e a reestruturação societária das empresas brasileiras, em decorrência do processo de profissionalização da administração de companhias familiares ou da privatização de estatais, a situação mudou. Os dividendos tornaram-se, nesse novo contexto, um item indispensável em uma análise fundamentalista.

A recente queda da inflação aumentou o interesse dos investidores por empresas que pagam bons dividendos. A perspectiva de redução das taxas de juros intensifica a busca por retornos maiores que as aplicações em renda fixa, que hoje têm a preferência devido ao risco menor.

Enfim, sempre que há uma perspectiva de crescimento econômico, isso traduz-se num resultado positivo para as empresas, sendo que se há melhor resultado, a companhia distribui melhores dividendos.

Outro fator a se considerar é a crescente institucionalização da poupança no Brasil, principalmente através das entidades de previdência, que traçam um planejamento de valorização no longo prazo e, portanto, prestam especial atenção em ativos que remuneram de forma estável.

¹ O Dividend Yield é a representação percentual de quanto em dividendos do preço de uma ação, o investidor está recebendo. Ou seja, o retorno em dinheiro auferido pelo investidor, obtido pela divisão entre o dividendo por ação e a cotação da mesma.

A possibilidade de se investir em ações com base em estratégias de dividendos é de importância não apenas acadêmica, como também profissional. Fazem parte dos interesses de Finanças, Contabilidade e Controladoria e Economia, além dos administradores de carteiras, investidores institucionais, analistas de investimentos, investidores pessoa física, etc.

1.4 Metodologia da pesquisa e delimitações

Num sentido mais amplo, os trabalhos científicos devem, além da originalidade, contribuir não só para a ampliação de conhecimentos ou compreensão de certos problemas, como também, para modelo ou oferecimento de subsídios para trabalhos posteriores (MARCONI e LAKATOS, 1996).

O assunto a ser abordado exige pesquisa bibliográfica, sendo esta definida por Gil (1996) como “... o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas propostos”.

Inicialmente será realizada uma revisão da literatura, onde serão enfocadas as teorias sobre a distribuição de dividendos pelas empresas no mercado acionário e seus impactos no retorno das ações, onde encontram-se diferentes argumentos defendidos por cada corrente de pensamento, a tradicional, a intermediária e a radical. Também serão listados os aspectos societários ligados a dividendos, contidos na Lei das S.A.

Para responder ao objetivo apresentado no item 1.3, o de verificar os efeitos da distribuição de proventos no retorno das ações, optou-se por sua verificação através da formação de carteiras de ações.

Definiu-se como amostra a ser utilizada no trabalho, as ações listadas no Ibovespa 2000 (jan/abr). Dentro da amostra não existem restrições no que diz

respeito a setores econômicos, natureza do capital (estatal, privado nacional ou estrangeiro) ou ao porte da empresa.

Segundo Leite e Sanvicente (1995) a razão de se escolher as ações componentes do Ibovespa como amostra, tem sua justificativa no fato de que são ações de maior negociabilidade nos últimos 12 meses e que em conjunto, correspondem a no mínimo 80% do somatório de índices de negociabilidade apurados no mesmo período.

Ao se considerarem as ações escolhidas adequadas ao propósito dessa pesquisa, a amostra pode ser classificada como sendo do tipo intencional ou por julgamento (MATTAR, 1996).

O estudo abrangerá um período de 48 meses, sendo iniciado em janeiro de 2000 e finalizado em dezembro de 2003.

Conforme trabalhos publicados anteriormente, como o de Bueno em 2000 e Novis Neto e Saito (2002), utilizaremos o Dividend Yield para a formação das carteiras das ações. Serão formadas duas carteiras anuais de ações, uma contendo os maiores Yields e a segunda os menores Yields ou nulos. Os retornos das carteiras serão calculados, considerando-se os ganhos de capital e proventos de cada ação, anuais.

Como o trabalho visa medir a relação entre variáveis, proventos e retorno das ações, a natureza das variáveis estudadas é quantitativa. Segundo Kirk e Miller (apud MATTAR, 1996, p. 77), as variáveis quantitativas buscam “medir o grau em que algo está presente”.

Para o risco das carteiras será utilizado o beta de cada ação de 60 meses anteriores, apoiando-se em Lemos (2003), para quem “não é válido considerar o curto prazo”.

A pesquisa pode ser considerada *ex post facto* (KERLINGER, 1980). Segundo Gil (1996), é um tipo de pesquisa onde o pesquisador não tem controle sobre as variáveis, já que para o estudo serão tomadas como base, situações reais, que ocorreram ao longo do tempo.

Uma das considerações a serem levadas em conta em relação ao resultado da pesquisa, é o de que estudos no campo de Mercado de Ações não são exaustivos, podendo haver aspectos não cobertos pela pesquisa.

Outro aspecto importante é o de que as conclusões serão prováveis, ou seja, devem ser interpretadas de acordo com as delimitações que cercam o estudo.

Os dados utilizados para a realização da pesquisa foram coletados no periódico Gazeta Mercantil, Programa e Software Económica – versão 2003 e site www.bovespa.com.br.

1.5 Estrutura do trabalho

- Capítulo 1: contém a introdução do estudo, englobando a contextualização do trabalho, o problema, a justificativa e os objetivos geral e específicos, além das delimitações e metodologia utilizada para a realização do trabalho;
- Capítulo 2: iniciando a revisão da literatura, este capítulo aborda conhecimentos sobre a política de dividendos, como tipos de políticas e suas implicações para a empresa e o acionista;
- Capítulo 3: continuando a revisão da literatura, apresenta os aspectos societários dos dividendos, contidos na Lei das S.A.;

- Capítulo 4: faz uma revisão das principais teorias sobre dividendos e seus efeitos no retorno das ações;
- Capítulo 5: é realizada a aplicação do fluxograma de etapas, apresentado ao fim do capítulo 4 e apresenta os resultados encontrados pelo estudo; e
- Capítulo 6: apresenta as conclusões do estudo.

CAPÍTULO 2

Este segundo capítulo dará início a revisão da literatura, onde foram apresentados a política de dividendos, seus tipos e suas implicações para a empresa e os acionistas. Tais conhecimentos se fazem necessários para melhor compreensão tanto das teorias apresentadas posteriormente como a pesquisa realizada no capítulo 5.

2 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Dividendos podem ser definidos como a distribuição aos acionistas, em dinheiro, de parte do resultado do exercício, proporcional à quantidade de ações possuídas e com recursos oriundos dos lucros gerados pela empresa em determinado período. Pela Lei das S.A., deverá ser distribuído um dividendo mínimo de 25% do lucro líquido apurado em cada exercício (CADERNOS CVM, 1996).

A decisão sobre os dividendos pode ser encarada como uma decisão de investimento quando se define onde serão aplicados tais recursos, se distribuídos ou reinvestidos. Também pode ser dita como uma decisão de financiamento, pois os lucros retidos são uma importante fonte de recursos para o desenvolvimento dos negócios da empresa.

Para Gitman (1997: 522), a política de dividendos deve ser formulada com dois objetivos: maximizar a riqueza dos acionistas e fornecer financiamentos eficientes. Estes dois objetivos não são excludentes, e sim inter-relacionados.

Sanvicente e Mellagi Filho (1990: 114) colocam a política de dividendos como sendo a regra estabelecida pela administração de uma empresa para tomar decisões a respeito de que proporções do lucro líquido a empresa deve reter para reinvestir, e quanto distribuir aos acionistas.

Pode-se definir a política de dividendos como uma política de pagamentos adotada pelos administradores na determinação do volume e distribuição temporal dos pagamentos realizados a acionistas ao longo da vida da empresa.

Sabe-se que a política de dividendos faz parte das decisões financeiras da empresa, posto que qualquer dinheiro pago como dividendos deve ser financiado de alguma maneira, ou com um endividamento ou uma nova aplicação de capital. Supondo que o nível de endividamento deva permanecer o mesmo e os desembolsos constantes, os possíveis dividendos deverão proceder de novas emissões de ações. Devido a esses fatores, alguns autores consideram por um lado, a política de dividendos como a relação existente entre os benefícios retidos, e por outro, a distribuição de dividendos líquidos e a emissão de novas ações (MASCAREÑAS, 2002).

Para se chegar a uma política ótima de dividendos é preciso equilibrar o quanto será distribuído e o quanto será retido.

2.1 Tipos de Política de Dividendos

No Brasil, antes do Plano Real, as empresas costumavam apenas seguir a legislação, sendo raro o explicitamento de sua política de dividendos. Atualmente, muitas empresas têm uma política de dividendos ativa e bastante favorável a distribuição de dividendos/ juros sobre o capital próprio, acima de 25%, conforme determina a Lei das S.A..

Existem algumas formas de distribuição de dividendos. Geralmente é feita em dinheiro, o que se poderia considerar a forma líquida dos mesmos. Há ainda a distribuição por ações ou debêntures conversíveis em ações, caracterizando-se a forma não líquida dos dividendos.

Existem três tipos de políticas de dividendos descritos por Gitman (1997) e Keown et al. (1996):

- “payout²” constante;
- dividendo regular; e
- dividendo regular baixo mais extra.

Payout é um índice financeiro muito utilizado na análise fundamentalista, e ocorre quando a empresa distribui aos acionistas um percentual de seus lucros em cada período. Segundo Gitman (1997), a política do “payout” constante é uma política que pode afetar o preço das ações negativamente, portanto não recomendável. Esse argumento baseia-se no fato de que a empresa pode reduzir ou deixar de pagar dividendos se apresentar um resultado fraco, afetando a expectativa do mercado sobre o futuro da empresa.

Devido ao fato de ser obrigatório o destinação de no mínimo 25% do lucro para os dividendos, expresso na Lei 6.404/76, a prática desse tipo de pagamento é bastante comum no Brasil.

O tipo de pagamento de dividendos seguinte é o regular, o que define o pagamento de um valor fixo em cada período. Apresenta como vantagem a diminuição da incerteza quanto as distribuições futuras de dividendos. No Brasil, a legislação exige um dividendo mínimo de 25%, o que aproximaria do modelo do payout constante.

O estabelecimento de uma meta de “payout” variando o dividendo de forma suave em direção a uma taxa determinada, pode ser tido como uma variação dessa política. É semelhante ao modelo de Lintner, apresentado posteriormente.

² É o quanto de seu lucro a empresa distribuiu aos acionistas na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio. Exemplificando: se uma empresa tem lucro de R\$1,00/ação e distribuiu R\$0,35/ação como proventos, seu payout é de 35%.

A política de dividendos regular baixo mais extra ocorre quando há o pagamento regular de dividendos, acrescidos de maiores pagamentos quando o resultado auferido pela empresa apresentar-se mais alto que o normal. Dessa forma, os investidores não criam ma falsa expectativa em relação ao pagamento dos dividendos. É uma prática comum em empresas de setores cíclicos.

Mascareñas (2002) cita ainda uma outra política que poderia ser tirada da teoria residual, onde a empresa deve distribuir dividendos após atender suas necessidades de investimento e manter um nível desejado de endividamento. Enfim, o dividendo será o resíduo.

Sanvicente (1987), cita que a teoria supracitada baseia-se na hipótese de que os investidores preferem que a empresa retenha o lucro e aplique em projetos de investimento com taxas de retorno superiores àquelas que eles próprios obteriam correndo risco equivalente. A definição dos dividendos a serem distribuídos seguiria as seguintes etapas:

- a. decisão de investimento, definindo o orçamento ótimo de capital que irá identificar os projetos de investimentos que visam o aumento do valor da empresa;
- b. decisão de financiamento, definindo o volume do capital próprio necessário para atender os investimentos previstos, mantendo o endividamento ao nível que minimize o custo médio de capital da empresa;
- c. utilização dos lucros retidos para cobrir o máximo possível das necessidades de recursos próprios, já que os recursos gerados internamente tem custo inferior ao obtido através do lançamento de ações, o que incorre em custos de subscrição;
- d. por fim, a distribuição dos lucros excedentes aos acionistas, caso haja. Caso não haja excedentes, a distribuição será zero.

A política residual ótima contribui para a maximização do valor da ação, sendo que a empresa perderá valor caso opte por dividendos superiores ou inferiores aos indicados anteriormente. Um dividendo superior obrigaria a empresa a

abandonar ou mudar projetos viáveis, financiar a distribuição de dividendos com o capital de terceiros além do desejável, ou emitir ações, arcando com os custos da subscrição. A distribuição de dividendos inferior ao indicado resultaria provavelmente em aprovação de projetos com retorno inferior ao custo do capital de terceiros, o que afastaria a chance de um nível de endividamento ótimo e a redução das oportunidades de investimento dos seus acionistas.

Muitos fatores interferem na determinação da política de dividendos de uma empresa, mas os administradores financeiros devem levar em consideração a teoria residual. É fato conhecido que empresas em expansão apresentam “payouts” reduzidos, já que consomem muito do caixa para sustentar seus projetos, ao contrário de empresas já estabelecidas, que distribuem parcelas maiores de seu resultado.

2.2 Fatores que influenciam a política de dividendos

A política de dividendos de uma empresa define o quanto do lucro a empresa destinará aos acionistas, o quanto será retido e quanto será reinvestido na própria empresa. Determinar quanto do lucro líquido deve ser distribuído aos acionistas é uma das principais decisões dos administradores de uma companhia, pois a mesma está relacionada com as decisões de investimentos e financiamentos.

A decisão sobre dividendos pode ser tida como decisão de investimento quando se define onde serão aplicados os recursos gerados internamente, se no próprio negócio ou distribuído aos acionistas. Ao se utilizar os lucros retidos no desenvolvimento dos negócios da empresa, pode-se dizer que é uma decisão de financiamento.

O ponto principal que um administrador deve levar em conta nas decisões que envolvem os dividendos da empresa é o custo de oportunidade³. Caso o retorno do investimento que a empresa pretende seja superior àquele que os investidores poderiam obter com o mesmo risco, a retenção seria a melhor decisão; caso contrário, o lucro deve ser distribuído. Nesse sentido, Assaf Neto (1999) aduz que a gestão de empresas está saindo de uma postura convencional de busca de lucros e rentabilidade para um enfoque preferencialmente voltado a riqueza do acionista.

Segundo Brealey e Myers (1992), se as decisões de financiamento e investimento forem fixas, a política de dividendos deve buscar o equilíbrio entre o pagamento de dividendos e o lançamento ou recompra das suas ações. Caso a empresa distribua mais dividendos que seu caixa permite, deverá então obter os recursos faltantes através da emissão de novas ações. Caso distribua menos, poderá utilizar os recursos excedentes para adquirir suas próprias ações no mercado.

Algumas teorias apontam para a preferência de reinvestimento dos lucros na própria empresa, mas Jacob (apud MILANESE, 2004, p. B13), analista de desenvolvimento das empresas do Bovespa, em seu estudo com empresas pagadoras de altos e médios dividendos, concluiu que o investidor não pensa assim. Este avaliaria que a empresa que o faz, tem condições de manter tal política, sem prejudicar os investimentos e o caixa da empresa.

2.3 Outros fatores relacionados à política de dividendos

Sanvicente (1987) e Gitman (1988) relacionaram outros fatores que influenciam a política de dividendos, apresentados à seguir:

³ O custo de oportunidade representa o valor da melhor alternativa desprezada em favor da alternativa escolhida

- a) Restrições legais: a Lei das S.A. impede que a empresa distribua aos acionistas ordinários dividendos originários do capital. Define também a distribuição de dividendo mínimo obrigatório aos acionistas, evitando assim, retenção demasiada de recursos na empresa;
- b) Restrições contratuais: segundo a mesma lei supracitada, os acionistas detentores de ações preferenciais têm prioridade no recebimento dos dividendos em relação aos acionistas ordinários. Há ainda os credores, que podem impor limitações na distribuição dos dividendos para conceder empréstimos;
- c) Oportunidade de investimento: empresas em fase de expansão tendem a reter uma parcela maior dos lucros, devido a ofertas de investimentos rentáveis, o que não ocorre com frequência em empresas com mais tempo no mercado;
- d) Liquidez: ao aplicar o lucro retido, permitido pela Lei das S.A., em ativos imobilizados, o caixa da empresa é reduzido, diminuindo a disponibilidade de caixa para os acionistas. A empresa pode ainda apresentar um lucro econômico sem a imediata realização financeira;
- e) Acesso a fontes externas de financiamento: devido a dificuldade de captação de recursos de longo prazo com terceiros, a empresa tende a optar pela retenção dos resultados, dificultando uma estrutura ótima de endividamento;
- f) Diluição do capital: ao se ter uma política de dividendos generosa, pode haver a necessidade de lançamento de novas ações para cobrir os custos necessários, podendo levar à diluição do controle da empresa, caso os acionistas antigos não subscrevam as ações;
- g) Inflação: apesar da inflação apresentar-se sob certo controle, ainda ocorre. Essa torna o custo de reposição dos ativos mais elevados e aumenta a necessidade de capital de giro para a operação normal da empresa.

CAPÍTULO 3

A Legislação Brasileira apresenta características próprias quando trata dos aspectos relacionados à distribuição de dividendos. A Lei das S.A. (Lei 6.404/76) prevê a figura de um dividendo mínimo obrigatório a ser pago aos acionistas. A Legislação Fiscal determina como deve ser considerado os dividendos e os resultados obtidos nas vendas das ações frente aos aspectos tributários.

Desta forma, procurara-se demonstrar como a legislação brasileira influencia a distribuição de dividendos, dando continuidade a revisão da literatura. Com respeito ao conhecimento dos dividendos na Lei das S.A., Martins e Assaf Neto (1985), citam que é importante tal conhecimento, notadamente no que concerne ao dividendo mínimo obrigatório, afim de que assuntos relacionados aos dividendos sejam melhor compreendidos.

3 ASPECTOS SOCIETÁRIOS DOS DIVIDENDOS CONTIDOS NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

No mercado existem dois tipos de ações, as ordinárias e as preferenciais. Segundo a Lei das S.A., as primeiras caracterizam-se por conferirem ao seu titular o direito de votar nas Assembléias Gerais (Extraordinárias e Geral) de Acionistas enquanto as preferenciais dão ao seu detentor a prioridade no recebimento de dividendos e, no caso de dissolução da empresa, têm preferência no reembolso de capital, sem lhes conferir direito de voto, exceto em três casos:

- a) Quando a empresa passa três anos consecutivos sem pagar dividendos aos acionistas preferenciais;
- b) Quando as ações preferenciais têm direito a voto por força de estipulação nesse sentido nos próprios estatutos da empresa;
- c) Quando os títulos são conversíveis em ações ordinárias.

Devido a existência dos diferentes tipos de ações, e conseqüentemente a diferenciação na distribuição de dividendos para ambas, estas serão comentadas de forma separada.

Segundo a Lei das S.A., os acionistas têm direito ao recebimento de:

- a) Dividendos, que segundo Halfeld (1998), é o valor distribuído aos acionistas, em dinheiro, na proporção da quantidade de ações possuídas;
- b) Bonificações, que segundo Castro (1979), decorre do aumento do capital da sociedade anônima, e se realiza através da reserva de capital, onde é feita uma distribuição de ações;
- c) Subscrição, que segundo Rudge e Cavalcante (1986), é o direito garantido aos acionistas ordinários e preferenciais na prioridade de aquisição das ações, quando ocorrer o aumento do capital social, através da emissão de novos títulos.

Ainda sobre as origens dos recursos para pagamento dos dividendos, o artigo 201 da Lei das S.A. define que poderão originar-se nas contas Lucro do Exercício, Lucros Acumulados e Reserva de Lucros. A conta Reserva de Capital poderá ser utilizada em caso de o lucro ser insuficiente para o pagamento das ações preferenciais, conforme artigo 17, §5º.

3.1 Formas de distribuição de proventos aos acionistas

As empresas brasileiras possuem algumas possibilidades para a colocação de dinheiro à disposição dos acionistas. Além da distribuição de dividendos existem as bonificações e recompra de ações, bem como o pagamento de dividendos sob a forma de juros sobre capital próprio.

O pagamento dos dividendos geralmente é feito em dinheiro, como determina a lei. Esse pagamento pode ocorrer de quatro maneiras: regular, extra, especial e de liquidação.

O primeiro tipo, o regular, é o pagamento feito dentro do andamento normal dos negócios da empresa. Caracteriza-se por regular devido a expectativa da empresa manter tal distribuição futuramente. O seu pagamento pode ser feito mensalmente, trimestral, semestral ou ainda, anual. As empresas negociadas na Bovespa geralmente o fazem de maneira semestral ou anual, enquanto nos EUA, é comum sua distribuição trimestral.

O dividendo extra acompanha o dividendo regular, especialmente quando a empresa deseja demonstrar que parte do dividendo pode ou não ser pago futuramente.

O tipo especial assemelha-se ao dividendo extra, porém, é dado a ele a conotação de um evento que dificilmente se repetirá.

E, por fim, o dividendo de liquidação é considerado como um reembolso de capital ao acionista, quando o negócio ou parte dele está sendo liquidado. A origem do pagamento deste tipo de dividendo está no próprio capital da empresa, enquanto os outros originam-se nos resultados da empresa.

As bonificações, diferente forma de pagamento de dividendos, são feitas em ações, quando a empresa as distribui de forma proporcional à quantidade de ações possuídas pelo investidor. Nossa legislação prevê a bonificação por meio do aumento do capital social, mediante a capitalização de lucros ou reservas, conforme o artigo 169 da Lei das S.A.

Outra forma de distribuição de proventos aos acionistas é a recompra de ações pela empresa. “É a aquisição por parte da empresa emissora de um parte de suas ações ordinárias (MASCAREÑAS, 2002).”

Numa situação onde não houvesse impostos a opção de pagamento de dividendos em dinheiro ou recompra das ações seriam equivalentes. Contudo não é o que ocorre e, portanto pode ser uma opção vantajosa para os investidores que sofram uma tributação sobre rendimentos, superior em relação à incidente sobre ganho de capital. Geralmente as ações recompradas pela empresa são mantidas em tesouraria para serem revendidas quando houver necessidade. Essas ações não podem ultrapassar o limite de 5% das ações em circulação no mercado, ou seja, das ações totais, excluindo-se as de propriedade do acionista controlador. Também não possuem direito de voto e nem dividendos. Tais informações encontram-se no artigo 30 da Lei das S.A..

O estatuto social da empresa deve dar ao Conselho de Administração poderes para autorizar o procedimento citado acima. Este deverá especificar o objetivo da operação, a quantidade de ações adquiridas ou alienadas, o total em circulação e as instituições financeiras intermediárias, sendo isto válido por três meses. As operações de recompra de ações devem ser efetuadas através da bolsa de valores, não sendo, portanto, permitidas transações privadas e com preço superior ao de mercado.

3.2 Os direitos dos investidores a dividendos

As ações podem ser negociadas de duas formas:

- a) “Cheia”: caracterizada quando o titular da ação tem direito ao recebimento do próximo dividendo a ser distribuído pela empresa,

apenas se mantiver a ação em seu poder até determinada data, estipulada pela empresa;

- b) “Vazia”: também chamada ex dividendo, que ocorre quando a empresa define a data que a ação passará a ser negociada ex dividendo, após assembleia. Nesse caso o investidor que adquirir a ação à partir dessa data não terá mais direito a dividendos.

3.3 Datas dos dividendos

Para a fixação dos dividendos a serem pagos, os órgãos da administração da companhia devem realizar uma Assembleia Geral Ordinária (art. 192) até quatro meses após o término do exercício social, segundo o art. 132.

Os dividendos possuem diferentes denominações desde o momento em que são declarados até seu pagamento. Passam por quatro fases, segundo Ross et al. (1993).

O primeiro momento é o da declaração, dado no momento em que a empresa anuncia oficialmente o pagamento dos dividendos. À seguir, vem a data dita ex dividendo, considerada quatro dias úteis anteriores aos registros do pagamento dos dividendos. Há ainda a data de registro, onde é especificado os acionistas que terão direito ao dividendo, à partir da relação preparada pela empresa, de acordo com seus registros. A definição de uma data ex dividendo anterior visa dar tempo para que as operações ocorridas sejam atualizadas nos registros da empresa. Finalmente, a data de pagamento, onde ocorre o pagamento dos dividendos, de fato.

Sobre o pagamento dos dividendos, o art. 205 declara que o direito ao recebimento dos dividendos cabe ao investidor ou quem estiver usufruindo da ação na data da declaração do dividendo. Para controle dos acionistas, o art. 100, inciso I, declara obrigatório o mantimento de livros de registros de ação com informações

como o nome do acionista e seu número de ações. Os livros podem ser substituídos por registros mantidos por instituições financeiras credenciadas pela CVM⁴ (art. 101).

O pagamento aos investidores ou usufrutários deverá realizar-se até 60 dias da data de declaração, salvo decisão contrária na Assembléia Geral (art. 205, §3º).

Quanto a declaração de dividendos intermediários, o artigo 204 cita que:

A companhia que, por força de lei ou de disposição estatutária, levantar balanço semestral, poderá declarar, por deliberação dos órgãos da administração, se autorizados pelo estatuto, dividendo à conta do lucro apurado nesse balanço.

Caso o período de levantamento do balanço seja menor que um semestre, o valor total distribuído não deverá ser superior ao valor das reservas de capital, excluindo-se a correção monetária do capital social. Ainda no art. 204, o §2º, o estatuto poderá autorizar o pagamento dos dividendos intermediários através de lucros acumulados ou reservas de lucros, existentes no último balanço semestral ou anual.

3.4 Ações preferenciais

O principal aspecto das ações preferenciais está na prioridade de recebimento e dividendos distribuídos pela empresa. Os direitos desse tipo de ação, geralmente constam do estatuto da empresa, embora alguns estejam previstos na Lei das S.A..

O art. 17, que trata das ações preferenciais, cita ainda outras vantagens além da prioridade no recebimento dos dividendos. Cita o fato de possuírem prioridade no

⁴ Comissão de Valores Mobiliários

reembolso do capital, com prêmio ou sem ele, e acumulação das duas vantagens acima citadas.

As ações preferenciais, ou PN, não têm direito ao voto assegurado. Este fato pode vir a ocorrer caso a empresa deixe de pagar dividendos por três períodos consecutivos, como cita o artigo 111, §1º:

As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

O número de ações sem direito ao voto, ou seja, sujeitas a restrições desse tipo, não poderão ultrapassar 2/3 do total das ações emitidas pela empresa (art. 15, §2º).

As ações do tipo preferencial, ou PN, possuem os dividendos fixos ou mínimos. Os dividendos fixos ocorrem quando o mesmo é calculado como percentual do lucro líquido ou do capital social, ou como determinado valor. Para ser mínimo não deve ser inferior ao valor estabelecido pela empresa, e será cumulativo caso a ausência de um pagamento em algum exercício levar à sua acumulação para o exercício seguinte.

O artigo 17, §2º diz que, exceto se o estatuto disser o contrário, “o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo não participa dos lucros distribuídos em igualdade de condição com as ordinárias”, isso ocorrendo após à estas asseguradas dividendo igual ao mínimo.

Caso o lucro auferido pela empresa seja insuficiente para o pagamento dos dividendos cumulativos, o recebimento dos dividendos é assegurado à conta das Reservas de Capital (art. 17, §5º).

O art. 203, afirma que o direito dos acionistas preferenciais não será prejudicado no recebimento dos dividendos fixos ou mínimos, a que tenham prioridade, inclusive os atrasados. Essa decisão é tida por Assaf Neto (1999) como incorreta, já que a apuração se o lucro gerou caixa disponível não é considerada.

3.5 Ações ordinárias

As ações ordinárias, ou ON, são citadas no art. 16, onde estão expostas suas classes, em função de:

- I. forma ou conversibilidade uma forma em outra;
- II. conversibilidade em ações preferenciais;
- III. exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou
- IV. direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

Essas ações possuem o dividendo mínimo obrigatório, sendo este definido no artigo 202. O artigo cita que o acionista deve receber a parcela dos lucros estabelecida em estatuto, ou então, metade do lucro líquido do exercício, diminuído ou acrescido dos seguintes valores: quota para reserva legal, reserva de contingência e lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva, assim como lucros anteriormente registrados nessa reserva. Para uma fixação diferente, os critérios permanecem válidos, exceto quando sujeitam o acionista minoritário aos órgãos de administração ou da maioria, e sejam, regulados com precisão e minúcia (art. 202, §1º).

A obrigatoriedade dos dividendos deixa de ser válida, quando a situação financeira da empresa não for compatível com os mesmos. Caso a companhia seja aberta, o fato deve ser comunicado primeiramente aos acionistas e logo após a CVM (art. 202, §4º). os lucros que deixarem de ser distribuídos nesta situação, deverão

ser registrados como reserva especial, devendo ser distribuídos como dividendos, tão logo a situação financeira permita (art. 202, §5º).

CAPÍTULO 4

O capítulo 4 tem por objetivo concluir a revisão da literatura que envolve dividendos e seu impacto sobre o retorno das ações. Serão apresentadas algumas teorias e trabalhos empíricos sobre o assunto.

Os estudos em finanças apresentam algumas teorias sobre a política de dividendos das empresas e seus possíveis reflexos no preço das ações e no custo de capital destas. Tais teorias levam em consideração, basicamente: as empresas, o mercado de capitais e a legislação societária e tributária norte-americana.

A realidade brasileira apresenta significativas diferenças em relação à norte-americana, especialmente no que diz respeito aos aspectos legais. As mais significativas envolvem as questões do dividendo mínimo obrigatório, da tributação sobre os dividendos, ganho de capital e dos juros sobre o capital próprio.

4 TEORIAS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E SEU IMPACTO SOBRE O RETORNO DAS AÇÕES

O tema apresentado neste trabalho tem se apresentado polêmico entre os estudiosos de finanças. Como já dito anteriormente, identifica-se três correntes de pensamento acerca do assunto. A mais antiga é a *corrente tradicional*, que acredita que uma empresa pode aumentar o valor por meio de taxas elevadas de distribuição de dividendos. A *corrente intermediária*, acredita na irrelevância dos dividendos no preço das ações, tendo seu ponto de partida na teoria apresentada por Modigliani e Miller de 1961. A terceira corrente, intitulada *corrente radical*, destaca o efeito negativo dos dividendos em função da maior tributação em relação aos ganhos de capital. Esta última não poderia ser aplicada ao Brasil atualmente, visto que os

dividendos não sofrem tributações, e os juros sobre capital próprio auferem vantagens fiscais para a empresa.

Muitas foram as teorias desenvolvidas, e entre elas encontra-se as de Durand (1959) de Lintner (1962) e a de Gordon (1963) onde os investidores preferem o recebimento dos dividendos o quanto antes, isto num mundo de incertezas. Contrários a tais teorias estão Modigliani e Miller (1961), onde consideram irrelevante a estrutura financeira que a entidade venha a tomar, sob certas circunstâncias. Portanto, a reorganização estrutural do financiamento, o que alteraria a política de dividendos, não faria diferença (LOSS; SARLO NETO, 2003).

Por ser um dos temas mais controversos da área de finanças, ainda não chegou-se a um consenso se a política de dividendos exerce ou não algum efeito sobre o preço das ações.

4.1 A Irrelevância da Política de Dividendos

Modigliani e Miller (1961) demonstraram que em um mercado de capitais eficiente, onde as informações são recebidas igualmente pelos investidores e refletem tais informações nos preços dos ativos de forma racional, a política de dividendos da empresa é irrelevante em relação ao preço das ações, posto que este vem determinado por seu poder gerador de lucros e por seu risco.

O argumento de Modigliani e Miller (1961) é o de que inexiste uma estrutura financeira ótima entre capital próprio e de terceiros que cause impacto positivo sobre as ações.

Sendo então a política de dividendos irrelevante em relação ao preço das ações, o administrador então, não teria como influenciar o preço da ação apenas elevando ou reduzindo o nível de distribuição de dividendos pagos aos investidores.

Ou seja, qualquer investidor pode criar a sua própria política de dividendos. Caso a empresa não pague dividendos e o investidor queira um dividendo de 10%, basta vender 10% das ações. Se a empresa pagar mais do que o desejado, pode então vender a parte excedente e comprar ações da própria empresa.

A teoria de Modigliani e Miller (1961) só é válida num mercado eficiente, e para tanto consideraram as seguintes hipóteses básicas:

- os custos de transação são ignorados;
- os participantes tem acesso às informações de maneira igualitária;
- os investidores não têm como afetar o preço das ações por não serem suficientemente grandes;
- os investidores atuam de forma racional, ou seja, buscam a maximização da riqueza e são indiferentes a elevá-las através de dividendos ou ganho de capital obtido através da valorização de suas ações.

Sendo assim, um aumento de dividendos por ação dá lugar a uma redução idêntica no preço da ação, buscando a imobilização da riqueza do acionista. Assim o valor da empresa depende somente da sua política de investimentos, e não de financiamentos. Uma mudança na política de dividendos implica unicamente em uma mudança na distribuição do total de rendimentos em forma de dividendos ou ganhos de capital.

Portanto, não havendo tal influência da distribuição dos dividendos na política de investimentos da empresa, ambas as decisões podem ser tomadas independentes. Dessa forma, o que determinará o valor da empresa será o fluxo de caixa futuro gerado pelos investimentos.

Como o mercado é eficiente, as transações alternativas serão realizadas sem qualquer custo e a um preço justo, garantido pela eficiência informacional do mercado. Dessa forma, o valor da empresa permanece inalterado. Ou seja, havendo duas companhias com o mesmo nível de investimento, somente

diferenciadas pela estrutura financeira, onde uma possui dívidas e a outra não, a empresa que possui somente capital próprio terá um valor mais alto por ação, haja vista a total participação dos sócios nos investimentos da empresa. Adicionalmente, a necessidade de um maior desembolso de capital na compra desta ação poderá torná-la menos procurada, desvalorizando-a.

Em contrapartida, a companhia com participação de capital de terceiros poderá estar com o valor superestimado, tendo em vista os menores desembolsos necessários para adquirir as ações, afinal há capital de terceiros auxiliando no financiamento dos investimentos.

Enfim, a questão principal é que os investidores perceberão os preços superestimados das ações da companhia com dívidas e tomarão empréstimos para comprar ações da companhia sem dívida, restabelecendo o equilíbrio do preço das ações de ambas empresas. Com base nisso, Modigliani e Miller, afirmam a irrelevância do financiamento para o valor da empresa, bem como da política de dividendos.

Em resumo, a idéia de Modigliani e Miller sobre a irrelevância da política de dividendos supõe um mercado financeiro eficiente, o que supõe que as transferências de valor derivadas das variações na política de dividendos de uma empresa não influem no valor global dos capitais dos acionistas (atuais e antigos).

4.2A Relevância da Política de Dividendos

Gordon (1963) e Lintner (1962) desenvolveram a teoria que sustenta que a política de dividendos é relevante em relação ao valor da ação, argumentando que o custo do capital próprio cai a medida que a distribuição de dividendos aumenta. Isso se deve ao fato de os investidores estarem menos certos de receberem os ganhos de capital supostamente resultantes da retenção de lucros, do que receber

pagamentos de dividendos. Enfim, num mundo de incertezas, os investidores preferirão receber os dividendos o quanto antes. Tal teoria ficou conhecida como a “Teoria do Pássaro na Mão”.

O argumento dessa teoria, onde vale mais um dividendo certo hoje do que um ganho de capital incerto no futuro, foi baseado no fato de que a cotação de uma ação é muito variável, enquanto dividendos são algo mais certo devido a sua dependência de uma decisão empresarial.

Mathur (1984) diz que o comportamento das empresas parece ser consistente com o conceito de que a política de dividendos é importante e que devem ser feitos ajustes na taxa de distribuição de dividendos, de acordo com a situação. Geralmente a política de dividendos parece ser o instrumento gerencial de importância para promover o preço da ação.

Mascareñas (2002) cita que um ponto considerado importante por Modigliani e Miller em sua teoria é que a política de dividendos não afeta a taxa de rendimentos requerida pelos investidores em ações. Gordon (1963) e Lintner (1956) discordam, argumentando que a taxa de rendimentos aumenta ao se reduzir a taxa de benefícios devidos, e ainda que, do ponto de vista dos investidores, os dividendos são mais seguros que ganhos de capital. Segundo os autores citados, o valor de \$1 dividendo é maior que o de \$1 de ganho de capital, pois é um rendimento sobre os dividendos, e ainda mais seguro que a taxa de crescimento dos mesmos.

Boehme e Sorescu (2000) realizaram uma pesquisa sobre o retorno anormal acumulado das ações norte-americanas no período posterior ao pagamento de dividendos, considerando os dados de 1927 a 1998. Encontraram retornos positivos para o primeiro, terceiro e quinto ano. Deste estudo, concluíram que a performance da ação a longo prazo está relacionada à performance no período do evento.

Nas pesquisas realizadas por Asquith e Mulins em 1983 concluíram que empresas que declaram dividendos apresentam uma reação forte e positiva nos

preços das ações. Bajaj e Vijh (1990) chegaram ao resultado de que tal reação é mais forte nas empresas pequenas, porque parte das informações fornecidas nos relatórios aos investidores já estão disponíveis em outros relatórios de empresas de grande porte. Akhibe e Madura em 1996 concluíram que as empresas de pequeno porte são hipoteticamente mais sensíveis a sofrer respostas imediatas no preço das ações, devido ao fato de existir menos informação pública em torno dessas empresas (apud LOSS; SARLO NETO, 2003).

Basearam-se em Gordon (1963), que alegou que a taxa de retorno exigida de uma ação deveria aumentar proporcionalmente ao seu lucro retido, devido à maior incerteza relacionada ao ganho de capital em relação ao dividendo.

Hess (1999) afirmou que Gordon inverteu a relação de casualidade, ou seja, que o mercado descontava mais o rendimento de empresas com o dividendo baixo não pelo dividendo, mas sim porque tais empresas tendiam a investir em negócios arriscados. Em realidade pagavam menos dividendos pois estavam em fase de expansão e a administração buscava evitar cortes bruscos nos dividendos, caso os projetos não viessem a atingir os resultados esperados.

Conforme Gitman (1997), os numerosos estudos empíricos sobre a relevância dos dividendos não conseguiram prover evidências conclusivas deste argumento. No entanto na prática as atitudes de administradores financeiros e investidores tendem a sustentar a crença de que a política de dividendos afeta o valor da ação.

4.3O Efeito dos Impostos

Grande parte dos estudiosos estão de acordo com as idéias de Miller e Modigliani desde que se cumpram as suposições básicas citadas por eles em seu artigo. A irrelevância da política dos dividendos de uma empresa deixaria de existir

quando essas hipóteses básicas não se cumprissem, como no caso da neutralidade fiscal em relação aos dividendos e ganhos de capital.

Após a publicação do polêmico artigo de Miller e Modigliani (1961), houve debates entre os defensores de Miller e Modigliani e os favoráveis aos dividendos. Já durante a década de 70, iniciou-se uma polêmica entre os anteriores e uma corrente contrária aos dividendos (corrente radical), seguindo o argumento tributário. (HESS, 1999)

A influência dos impostos nas decisões sobre dividendos foi amplamente estudada por autores norte-americanos, onde até 1986, duas características básicas influenciaram tal estudo. Primeiramente, o tratamento diferenciado na tributação sobre ganhos de capital e dividendos. Até então, os dividendos sofriam uma tributação maior que os ganhos de capital. A partir de 1986, as alíquotas aproximaram-se, mas os ganhos de capital possuíam a vantagem de se adiar o pagamento do imposto até que fosse efetuada a venda da ação.

A característica seguinte tratava do fato de tanto pessoas físicas como jurídicas poderem deduzir as despesas com juros do rendimento tributável. Devido a esse fato, os rendimentos poderiam ser compensados com o pagamento de juros sobre financiamentos. A partir de 1987, as pessoas físicas somente puderam deduzir os juros referentes a financiamento para aquisição da casa própria.

No artigo de Modigliani e Miller (1961) destacaram os impostos como a maior imperfeição do mercado a exercer influência sobre os dividendos. Como argumento, apresentaram o efeito clientela, onde segundo Gitman (2001, p. 411): "uma empresa atrai acionistas cujas preferências com relação ao pagamento e à estabilidade dos dividendos correspondem ao padrão de pagamento e a estabilidade da empresa em si".

Devido à desvantagem fiscal dos dividendos, os investidores poderiam tender a ações com baixa distribuição de dividendos. A concentração de investidores em

empresas com política de baixos dividendos poderiam levar a prêmios para ações com baixos dividendos e descontos para ações com dividendos elevados. Apesar disso, Modigliani e Miller contaram com a existência de investidores com vantagens fiscais no recebimento de dividendos ou uma diferenciação tributária. Tal situação levaria ao *Efeito Clientela*. Caso a distribuição de dividendos viesse a ser na frequência desejada pelos investidores, a situação tornar-se-ia semelhante à irrelevância da política de dividendos num mercado eficiente, como dito por Modigliani e Miller.

Apesar da existência dos impostos, Miller e Scholes (1978), defenderam a irrelevância da política de dividendos. Basearam-se na possibilidade de evitar a tributação superior. Sugeriram para isso, o endividamento a partir da dedutibilidade das despesas de juros no cálculo do imposto devido pela pessoa física.

Sugeriram que os dividendos recebidos fossem compensados pelos juros pagos sobre um empréstimo levantado para neutralizá-los. Os recursos levantados no empréstimo seriam aplicados em uma conta de tributação diferida que renderia juros não tributáveis.

Sendo assim, não haveria diferença entre receber rendimentos através de dividendos ou ganhos de capital, imunizando o valor da empresa em relação a política de dividendos adotada pela mesma.

Copeland e Weston (1992) discordam de Miller e Scholes, lembrando que as operações sugeridas incorrem em custos de transação, dificultando a neutralização pretendida.

Segundo Brown e Pacelle (2003, p. B10), “os dividendos, pagamentos que muitos investidores e empresas descartaram como irrelevantes durante a bolha das bolsas americanas, estão novamente em voga nos Estados Unidos, impulsionados por melhores condições empresariais, investidores que buscam a relativa segurança

de ações que pagam dividendos e, talvez o mais importante, um corte de impostos que tornou os dividendos mais valiosos para os investidores individuais”.

Lease et al.(1978), realizaram uma pesquisa para determinar as preferências dos investidores por dividendos. O resultado mostrou que, pessoas idosas, não muito bem empregadas, mulheres e famílias pequenas têm preferência por dividendos altos e em dinheiro. Já a relação entre dividendos e impostos encontrou pouca correlação.

Chaplinsky e Seyhun (1990), fizeram uma pesquisa com investidores quanto a preferência por dividendos ou ganhos de capital. O resultado mostrou que, os investidores fazem suas escolhas levando em conta a isenção ou o adiamento do pagamento, quanto à questão tributária.

As preposições de Modigliani e Miller foram estudadas por Abreu (2002), buscando a comparação entre a legislação tributaria norte-americana e a do Brasil, evidenciando a isenção dos impostos sobre os dividendos e a diferenciação tributária em relação aos Juros Sobre o Capital Próprio. De forma matemática, apresentou as vantagens da legislação tributária brasileira na determinação do valor da empresa. Foi demonstrado que a legislação pode influenciar a preferência dos acionistas pelo recebimento dos dividendos ou seu não recebimento.

4.4O Valor Informativo dos Dividendos ou Hipótese da Sinalização

As alterações na política de dividendos de uma empresa proporcionam informações ao mercado acionário. Um aumento nos dividendos esperados pode ser interpretado como uma boa notícia. Um corte dos mesmos poderia indicar más notícias ao mercado. A eliminação dos dividendos, em um número de setores, seria o sintoma de que algo ruim está para acontecer. Sendo assim, uma mudança na política de dividendos é considerada uma informação transmitida ao mercado, que afeta diretamente o preço da ação de forma positiva ou negativa. Segundo a teoria

de Modigliani e Miller, uma eventual reação do mercado não deve ser relacionada aos dividendos, e sim ao conteúdo informacional contido neles (Gitman, 2001). Caso tal informação não seja sustentável, o mercado perceberá tal fato, e reverterá por si o preço das ações.

Como já dito anteriormente, num mercado eficiente, o preço das ações refletiria a informação disponível aos investidores, visto que todos teriam acesso às mesmas. Em realidade, os investidores somente teriam acesso à toda informação num mercado eficiente, como o citado por Modigliani e Miller anteriormente. Ou seja, num mercado de incerteza, a política de dividendos assume um papel importante na determinação do valor futuro da empresa. Assim, a eficiência do mercado depende dos administradores comunicarem informações econômicas aos investidores. E a política de dividendos proporciona um veículo ideal para comunicar tais informações ao mercado. Dessa forma, qualquer mudança na política de dividendos “envia sinais” aos investidores, entendidos como sinalização ao mercado.

Brealey e Myers (1992) fazem uma interessante relação entre o conteúdo informacional e a eficiência do mercado. A eficiência do mercado significa que todas as informações disponíveis aos investidores são refletidas nos preços das ações de forma rápida e precisa. Entretanto, não significa que as informações sejam facilmente conseguidas, levando os investidores a utilizar qualquer indício disponível para avaliar melhor suas perspectivas.

Sanvicente (1987) sugeriu que o conteúdo informacional dos dividendos deveria ser mais pronunciado no Brasil do que em mercados mais desenvolvidos, onde há mais informações disponíveis aos investidores. Brito e Rietti (apud SPERANZINI, 1994) não encontraram evidências significativas a respeito ao estudarem o assunto num período anterior à nova Lei das S/A.. Ainda em âmbito nacional, Bueno (2000) pesquisou uma amostra de ações componentes do Ibovespa entre 1993 e 1999. Embora existam a análise gráfica e a fundamentalista, o autor acredita que no Brasil os investidores utilizam a análise fundamentalista em sua maioria, e sendo assim, o autor contrapõe a taxa de retorno dos dividendos, também

conhecido como *dividend yield*, com o retorno das ações. Porém não encontrou nenhuma evidência de que se pode utilizar tal índice para identificar boas oportunidades de negócio. Sua pesquisa também demonstrou não haver relação entre o preço das ações e dividendos.

4.4.1 Sinalização Positiva

As declarações do administrador sobre a perspectiva da empresa visam fornecer informação útil aos investidores, afim de que possam tomar suas decisões. Mas nem sempre é feita de forma realista, normalmente elas contém certos exageros ou mesmo subestimação.

Para que um sinal seja útil, deve cumprir as seguintes características:

- a gerência deve ter um incentivo para enviar sinais verdadeiros;
- os sinais devem ser correlacionados positivamente com eventos observáveis (por exemplo, os dividendos altos de hoje devem ser correlacionados com os grandes fluxos de caixa futuros);
- a gerência deve escolher o método mais barato e efetivo para enviar sinais ao mercado.

As informações sobre a distribuição de dividendos acima do esperado fornecem um sinal positivo ao mercado, pois estariam transmitindo nova expectativa dos administradores sobre a rentabilidade futura da empresa. Ou seja, que as expectativas de ganhos futuros da empresa são superiores aos supostos inicialmente pelo mercado (MASCAREÑAS, 2002).

Se a informação não foi antecipada pelo mercado, então a notícia será seguida de uma alta dos preços. Mas tal alta não se deve aos dividendos, e sim a expectativa de geração de lucro da empresa, que será incorporada ao preço da ação.

Em alguns casos, um corte nos dividendos esperados pode significar uma sinalização positiva. Pode ocorrer quando uma empresa tem várias oportunidades de investimentos rentáveis, dispõe de pouca liquidez e, ao mesmo tempo, conseguir um financiamento externo seria caro. O valor das ações pode aumentar em consequência do corte dos dividendos e aumento dos investimentos da empresa. Finalmente, para que isto se cumpra, é necessário que o mercado conheça o que está acontecendo na empresa e que o percebam como algo positivo.

Baker, Farrelly e Edelman (1985) fizeram uma pesquisa com 318 gerentes financeiros buscando saber qual era a opinião dos mesmos em relação a política de dividendos. O resultado mostrou que tais gerentes tinham certeza de que a política de dividendos interferia no valor de mercado da empresa. Ainda na mesma pesquisa, constatou-se que em empresas mais regulamentadas, não partilham das mesmas opiniões.

Dando continuidade a pesquisa, Baker e Powell (1999) investigaram 198 gerentes de empresas sobre como vêem a política de dividendos. O resultado mostrou que os gerentes acreditam na sua influência no preço das ações, mas não houve diferenças entre os setores pesquisados, como anteriormente.

4.4.2 Sinalização Negativa

A diminuição do valor dos dividendos é interpretado pelo mercado como um sinal negativo (que acaba afetando o preço da ação). Isto é, que a empresa terá problemas financeiros no futuro, acabando por afetar o preço da ação.

Existem casos em que o pagamento de dividendos pode transmitir um sinal negativo ao mercado. Estes seriam o caso de empresas que não costumam pagar dividendos e mantêm altos retornos dos seus projetos. Quando começam a pagar

dividendos aos acionistas, os mesmos podem interpretar que os projetos da empresa não estão rentáveis como o esperado.

“Sant e Cown (1994) encontraram reações negativas no preço das ações no mercado relacionadas a anúncios de omissão de dividendos. As evidências encontradas também são consistentes com a hipótese de que os gerentes omitem os dividendos porque os lucros se tornam menos previsíveis. A leitura do mercado sobre o futuro da entidade, não é, portanto, favorável, sendo consistente com a hipótese da sinalização (apud LOSS; SARLO NETO, 2003)”.

Segundo Christie (1994), que estudou o relacionamento entre mudanças inesperadas em dividendos e o valor do patrimônio líquido no mercado, não foram encontradas fortes reações no mercado nos casos em que houve reduções no pagamento de dividendos.

Devido ao fato dos dividendos serem baseados nos lucros das empresas, o que ocorre no mercado está geralmente de acordo com a teoria de sinalização, quando esta coloca que um aumento nos dividendos da empresa é um sinal positivo, e sua diminuição representa um menor lucro, conseqüentemente pior desempenho da empresa, afetando o preço das ações.

4.5A Teoria das Expectativas

A denominada teoria das expectativas parte do princípio que o importante na economia, não é tanto o que sucede atualmente, mas sim o que se espera acontecer. Isto é, quando a empresa anuncia os dividendos a serem distribuídos, o mercado forma uma expectativa sobre os mesmos, em que está baseada a estimativa do mercado sobre os lucros da empresa, sobre suas oportunidades de investimentos e planos de financiamento. Estimativas que por sua vez, estão baseados na idéia que o mercado tem acerca da economia nacional e internacional,

da indústria, da política fiscal, etc. A expectativa do mercado será refletida no preço das ações da empresa (MASCAREÑAS, 2002).

Quando o anúncio dos dividendos coincide com o esperado pelo mercado, não será produzida nenhuma variação no preço das ações. Ao se anunciar um dividendo maior que o esperado, o preço das ações tendem à subir e o anúncio de um dividendo menor que o esperado, levaria o preço das ações para menor valor. Supondo-se que o mercado espera um dividendo maior do que atual anunciado pela empresa, o preço da ação subirá anteriormente ao anúncio, mas reduzirá o rendimento sobre os dividendos.

Enfim, se existe uma diferença entre o dividendo anunciado e o esperado, o mais provável é que haja uma variação do preço da ação.

4.6 Os Custos de Agência

Como já visto anteriormente, Modigliani e Miller demonstraram que se os mercados financeiros eram eficientes, a política de dividendos era irrelevante na hora de aumentar o valor da empresa. Por outro lado, para que este último fosse verdade, uma das hipóteses básicas implicava que os diretores de empresas deveriam cumprir o objetivo de maximizar o valor da empresa para seus acionistas, ou que os interesses dos acionistas fossem de acordo com o da direção. Uma das deficiências do mercado ocorre exatamente no não cumprimento dessa hipótese, por parte dos diretores.

Se o mercado de “controles empresariais” fosse eficiente, qualquer empresa que se desviasse do objetivo final, a maximização do valor da empresa, veria seu preço cair, o que a levaria a ser adquirida por diretores mais capazes. Isso também implicaria em se ter diretores que desejassem defender os interesses dos acionistas. Contudo, os mercados não funcionam de maneira perfeita, levando abaixo um dos

pressupostos de Modigliani e Miller, dando lugar ao que Jensen e Meckling (apud PROCIANOY, 1994) denominaram como custos de agência. Enfim, para esses autores, a essência da firma é definida pelas relações contratuais que possui.

Enfim, os custos de agência consistem na diferença entre o valor de mercado da empresa quando sua equipe diretora é proprietária da totalidade das ações da empresa e seu valor quando essa equipe possui menos de cem por cento da mesma.

Os diretores com o objetivo de reduzir esses custos, tomarão uma série de medidas como por exemplo, a realização de auditorias externas da empresa, o estabelecimento de cláusulas de proteção para os credores, o estabelecimento de incentivos (opções sobre ações, por exemplo), etc.. Tudo isso, objetivando a divulgação das informações aos investidores sobre as ações e os objetivos dos diretores. Nessas medidas redutoras dos custos da separação entre a propriedade e o controle, poderíamos incluir a política de dividendos (MASCAREÑAS, 2002).

Um dos pontos mais conflitantes entre os administradores e os acionistas é exatamente a política de dividendos. Devido ao fato da política de dividendos ser definida pela empresa e os lucros retidos estarem sob seu controle, os acionistas ficam receosos em relação a restrição do pagamento dos dividendos. Os acionistas buscam a maximização de seu investimento e a valorização de suas ações, e nem sempre os administradores podem suprir tais anseios, sendo que no caso de pequenos investidores, o problema pode intensificar-se. Ou seja, os dividendos não sendo pagos, os controladores e gerentes podem usar tais valores, que estão retidos, para uso pessoal ou em projetos que não satisfaçam os investidores (LA PORTA et al., 2000).

Vogt (1994) estudou o uso do fluxo de caixa em investimentos improdutivos ao invés de sua distribuição aos acionistas. Como resultado, constatou que quando o fluxo de caixa financia o crescimento de grandes empresas com capital pulverizado e pagantes de baixo *payout*, o resultado é improdutivo. Quando o

investimento é em empresas menores, o resultado tende a ser positivo, havendo criação de valor. Dessa forma, administradores de grandes empresas, podem aumentar a eficiência de seus gastos de capital pagando dividendos altos, sinalizando aos investidores que um monitoramento adicional dos gastos de capital não é necessário. Enfim, Vogt mostrou com sua pesquisa que, a administração estabelece sua política de dividendos conforme o tamanho da empresa e sua estrutura de capital.

Christie (1994) pesquisou a relação entre mudanças inesperadas no valor pago em dividendos e o valor do patrimônio líquido no mercado, sob a luz da hipótese de sinalização e teoria de agência. O resultado não mostrou fortes reações do mercado em relação ao pagamento reduzido dos dividendos.

Dewenter e Warther (1998) compararam a relutância das empresas americanas e japonesas em se alterar as políticas de dividendos. Foi descoberto que as empresas japonesas enfrentam menos assimetria informacional e conseqüentemente menos conflitos de agência. Portanto, tais empresas relutam menos em modificar suas políticas de dividendos, já que acompanham mais as variações de lucros. As empresas americanas, por sua vez, são menos pulverizadas, evidenciando mais uma vez, que as empresas diferenciam o tratamento aos acionistas em decorrência dos seus tamanhos, inclusive no que diz respeito aos dividendos a serem distribuídos.

Foi realizado um estudo com grandes empresas de 33 países por La Porta et al. (2000). O estudo visou focar o problema de agenciamento e política de dividendos. O resultado mostrou que a qualidade da proteção legal dada aos acionistas e a abordagem do agenciamento são relevantes para a compreensão das políticas de dividendos. As empresas que operam com uma proteção maior aos acionistas minoritários são melhores pagadoras de dividendos. No caso de haver uma diminuição dos dividendos devido a um crescimento da empresa, esperam pelo retorno das oportunidades de investimento. Já os acionistas que não possuem tal

proteção legal, dão preferência pelo recebimento dos dividendos ao invés de esperar pelo retorno dos projetos, mesmo em perspectivas positivas.

4.7 Efeito Clientela

Em um mercado eficiente, os investidores poderiam escolher a própria política de dividendos, comprando e vendendo ações sem custos de transação. Havendo os custos, o ato de comprar e vender ações resultaria em custos maiores do que os de receber os dividendos (MASCAREÑAS, 2002).

Sendo assim, os investidores buscam uma empresa que lhes dê o retorno de seu interesse. Portanto, quando a empresa define sua política de dividendos, os investidores interessados no retorno oferecido pela empresa, em dividendos, voltam-se a essa empresa, formando assim, o efeito clientela. Portanto, caracteriza-se para a empresa, como uma das razões válidas para a distribuição de dividendos.

Modigliani e Miller fundamentaram seu trabalho considerando a hipótese de um mercado perfeito, onde trataram os impostos como uma imperfeição, apresentando o argumento do efeito clientela. Afirmaram que uma empresa atrai acionistas cujas preferências com relação ao pagamento e à estabilidade dos dividendos correspondem ao padrão de pagamento e a estabilidade da empresa em si (GITMAN apud LOSS; SARLO NETO, 2003).

Foram definidos três grupos de investidores nos EUA, com diferentes preferências em relação à política de dividendos. Segundo Black e Scholes (1974), são eles:

a. preferência por dividendos: são os investidores que vivem de seus rendimentos, e portanto, preferem o recebimento de dividendos à venda de suas ações. Ainda incluem-se aqui as empresa que geralmente pagam impostos mais

baixos sobre dividendos do que sobre ganhos de capital, “trust funds” que distribuem dividendos para alguns beneficiários e ganhos de capital a outros, “endowment funds” que permitem a retirada de juros e dividendos somente;

b. aversão à dividendos: os investidores desse grupo preferem taxas de dividendos reduzidas devido ao pagamento sobre ganhos de capital ser inferior ao dos dividendos;

c. indiferença ao dividendo: são os investidores isentos ao pagamento de impostos, como é o caso de fundos de pensão.

Contradizendo a aversão a dividendos citada por Black e Sholes (1974), não pode-se ter tal teoria como absoluta, visto que atualmente no Brasil, os dividendos são isentos dos impostos, e ainda, os juros sobre capital próprio pagam somente 15% de imposto de renda, podendo ser deduzidos pela empresa como despesas.

Abrutyn e Turner (1990) realizaram uma pesquisa com os principais executivos americanos, buscando saber qual das teorias (sinalização, agenciamento e clientela) possuía mais efeito nas decisões sobre dividendos, frente ao problema dos impostos. O resultado mostrou que, nenhuma das teorias pode explicar o comportamento de todas as empresas, mas o efeito cliente, foi o que encontrou o apoio mais fraco da pesquisa.

Brito e Rietti (apud SPERANZINI, 1994) realizaram um estudo com 60 empresas negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e concluíram que o efeito cliente é inexistente.

Zeng (2001) já citado anteriormente, além das teorias de sinalização e agenciamento, estudou também o efeito clientela. As evidências de sua pesquisa, também apóiam fracamente a teoria do efeito clientela.

4.8 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Nesta parte da revisão da literatura estão demonstrados alguns trabalhos empíricos realizados anteriormente.

Fatores como novos investimentos, maior risco econômico, etc, afetam a política de dividendos de maneira restritiva. Caso as empresas guiassem-se apenas por eles, a política de dividendos seria do tipo residual, ou seja, seria uma decisão passiva que dependeria de investimentos da empresa. A seguir, demonstraremos que existem razões positivas para o pagamento de dividendos maiores.

Mascareñas (2002) cita algumas razões para se distribuir dividendos, entre elas:

- Quando a empresa tem somente a possibilidade de investir em projetos que terão um retorno inferior ao que os acionistas podem obter em outro investimento;
- Quando a empresa pagou dividendos passados e uma alteração nessa política poderia lesar os investidores;
- Os acionistas merecem uma recompensa pelo uso de seu capital e distribuir dividendos líquidos evita que tenham que incorrer em certos custos relacionados com a venda de suas ações (custos de transação);
- Os departamentos financeiros de muitas empresas investem em ações que têm histórico de pagamento de dividendos. Por esse motivo seria recomendável que as ações da empresa pusessem tal característica em ordem de modo a não limitar as possíveis fontes de recursos financeiros da empresa;
- É aconselhável distribuir dividendos aos acionistas se estes estão isentos dos impostos.

Ao se medir a influência dos dividendos no preço das ações, encontraram-se algumas dificuldades em relação ao seu isolamento, já que o histórico de Yields pode estar contaminado pelo efeito do conteúdo informacional. Mas, Brealey e Myers (1992) reuniram dez trabalhos, que apontaram um coeficiente positivo para a variável Yield. Ações com Yield elevados apresentaram retornos superiores às ações de baixo Yield.

4.8.1 Modelo de Lintner (1956)

Lintner elaborou este modelo em 1956, quando realizou uma série de entrevistas com administradores de empresas para descrever como eles definiam sua política de dividendos. (apud ROSS et al., 1993). Descobriu então que as empresas seguem uma meta de longo prazo na definição da taxa de distribuição de dividendos em relação aos lucros (“long run target payout”). O nível de dividendos tende a ser mantido mais estável do que o dos lucros, porque as empresas suavizam alterações nos dividendos que não possam ser mantidas no futuro. Sendo assim, a empresa poderá aumentar o “payout” ao entrar num período de resultados fracos ou diminuí-lo num período próspero.

Concluiu que agiam assim, impulsionados pela idéia de que os acionistas teriam direito a uma parte razoável dos benefícios da empresa, assim como preferiam um crescimento constante dos dividendos, mesmo que lentamente, evitando assim, que o benefício recebido fosse menor que o esperado.

O modelo de Lintner sugere que os dividendos dependem em parte dos benefícios atuais da empresa e em parte dos dividendos do ano anterior que, por sua vez, depende dos benefícios do ano precedente (MASCAREÑAS, 2002).

Nessa mesma pesquisa observou que as alterações das taxas de dividendos provocam alterações nos preços das ações. Elevações dos dividendos deveriam

provocar elevações nas cotações das ações e vice-versa. Porém, não significa que os acionistas aprovam uma maior distribuição de dividendos. Mais tarde, Modigliani e Miller (1961) justificam com a alegação que os dividendos possuem um conteúdo informacional. Para as empresas, seguindo o modelo de Lintner, os investidores interpretam as alterações inesperadas no “payout” como uma mudança na visão dos administradores sobre os resultados futuros da empresa.

4.8.2 Modelo de Higgins (1972)

O modelo de Higgins assumia que as políticas de dividendos das empresas refletiam sua intenção de manter a relação dívida/capital sem depender excessivamente de financiamento externo. A divisão de dividendos depende da estrutura de capital que a direção da empresa deseja manter, e sobretudo, dos novos investimentos/ fluxos de caixa esperados, ou *taxa de investimento bruta*.

Segundo este modelo, a política de dividendos é o resultado de um processo que pretende equilibrar as forças contrapostas:

- a) a minimização dos custos associados a novas ampliações de capital (causados por aumento dos dividendos);
- b) a minimização dos custos de mantimento de um excesso de ativo circulante (devido a redução dos dividendos).

Portanto, para Higgins, a política de dividendos é do tipo residual, e deverá minimizar a soma dos custos de ampliação de capital e mantimento de um excesso de títulos.

4.8.3 Black e Scholes (1974)

Ambos autores desenvolveram uma teoria que veio apoiar a irrelevância da política de dividendos, fornecendo assim, suporte empírico ao trabalho de Modigliani e Miller. Também enfocou a relação entre preço da ação e Dividen Yield de forma rigorosa, alcançando uma aceitação da comunidade acadêmica, de forma mais generalizada. Devido a isso, é considerado por Hess (1999), como uma das maiores contribuições à literatura financeira.

No que é denominado uma aproximação “positivista” à questão dos dividendos, supõe-se que se a maioria das empresas pagam dividendos, é porque os investidores devem obter algumas vantagens que compensem o que é pago de imposto implícito nos mesmos (MASCAREÑAS, 2002).

Para Black e Scholes cada investidor desenvolve um tipo de cálculo implícito que pondera o benefício de receber dividendos contra a desvantagem de ter que pagar os devidos impostos. Isto faz com que os investidores se agrupem em diversos segmentos com preferências distintas sobre os dividendos, sendo que alguns preferem dividendos maiores enquanto outros preferem os menores. Esta diferença de preferências não quer dizer que as empresas respondendo a uma preferência específica em relação aos dividendos, aumentam o preço teórico de suas ações ajustando a sua política de dividendos.

Se as empresas são conscientes das demandas de seus investidores que querem maiores rendimentos sobre os dividendos ou não, ajustarão suas políticas de dividendos para satisfazer aquele grupo preferencial majoritário em determinado momento. Como resultado, a oferta das ações em cada nível de rendimento se ajustará a demanda do mesmo, e os investidores como grupo, estarão contentes com os rendimentos disponíveis. Após alcançado o equilíbrio, nenhuma empresa poderá alterar o valor de suas ações variando sua política de dividendos. Isto pode ser denominado como o já dito anteriormente *efeito clientela*.

As idéias de Black e Scholes provêm de um estudo empírico realizado por ambos, onde tentaram examinar as relações entre o rendimento sobre dividendos (Dividendo/ Preço) e o rendimento total exigido das ações (K_e). Se os investidores preferem os dividendos aos ganhos de capital, os maiores rendimentos sobre os mesmos, impulsionam a alta do preço das ações e, portanto, produzirão um menor rendimento total (K_e). Caso contrário, havendo uma aversão aos dividendos, quanto maior são esses ganhos, menores serão os preços das ações e maior o rendimento total exigido pelos investidores.

Os autores em discussão, criticaram o uso de regressões “cross-section” para testar se a política de dividendos de uma empresa afeta o preço de suas ações. Alegaram ser um problema o controle de variáveis que não os dividendos, como o risco associado à ação. Também é difícil afirmar se uma relação encontrada é casual ou não.

Para comprovar suas idéias, recorreram ao CAPM em uma versão ajustada para o risco (β_i) e o dividendo (“yield”). A versão elaborada têm a seguinte forma:

$$R_i = y_0 + (R_m - y_0) * \beta_i + y_1 * (d_i - d_m) / d_m$$

Onde:

- R_i = indica o rendimento esperado do título i;
- R_m = indica o retorno esperado do mercado;
- d_i = indica o rendimento sobre o dividendo do título i, o “yield” de i;
- d_m = indica o rendimento prometido sobre o dividendo de mercado, o “yield” da carteira de mercado;
- y_0 = intercepto equivalente à taxa livre de risco;
- β_i = beta do título i;
- y_1 = coeficiente do “yield”.

A utilização de y_0 ao invés de R_f , um título sem risco, evita-se que um fator omitido no modelo, mas que afeta o retorno, se manifeste no coeficiente do “yield”.

O estudo realizado reuniu as ações negociadas na Bolsa de Valores de New York entre 1936 e 1966

Depois de aplicarem o modelo descrito, Black e Scholes chegaram a conclusão de que as empresas não podiam influir no preço de suas ações alterando a política de dividendos. Este estudo tornou-se portanto significativo por duas razões: foi o primeiro estudo empírico, que relacionou a distribuição de dividendos com os preços das ações, que teve uma aceitação geral na comunidade acadêmica e também foi o primeiro estudo a proporcionar um suporte empírico a idéia defendida por Miller e Modigliani sobre a irrelevância da política de dividendos.

4.8.4 Long Jr. (1978)

O estudo realizado por Long Jr. difere dos demais por indicar a preferência do investidor por dividendos em dinheiro. Foi realizado com ações emitidas pela companhia Citizens Utilities. (COPELAND; WESTON, 1992)

A Citizens Utilities lançou em 1956 duas classes de ações. A primeira consistia no pagamento de dividendos via bonificações, tributados como ganhos de capital, devido a uma regra especial na legislação dos impostos de renda. A outra classe oferecia o pagamento de dividendos em dinheiro, sendo esse tributado como rendimento pessoal. Em realidade, o valor era inferior ao da classe anterior, conforme veremos.

Visando descobrir como o mercado avaliava os dividendos, Long analisou a proporção entre as cotações de ambas as ações (P_A e P_B), no período

compreendido entre 1956 e 1976, comparando com a proporção existente entre os dividendos.

A maior parte do período mostrou uma relação de preços inferior à relação de dividendos. No período compreendido entre 1962 e 1976, 90% das relações de dividendos apresentaram um valor superior a 1,07, enquanto 80% das relações de preços estiveram abaixo desse mesmo valor.

Enfim, concluiu que havia maior demanda por dividendos em dinheiro, apesar do retorno líquido dos impostos ser geralmente inferior. Apesar de ser um estudo de caso, o que dificulta generalizações, o resultado não pode ser desprezado. O estudo foi realizado em uma única empresa, o que evitou o efeito de outros intervenientes.

4.8.5 Litzember e Ramaswamy (1979)

Ambos especialistas começaram com a premissa de que a diferente tributação com relação aos dividendos e os ganhos de capital, geraria uma “aversão” aos dividendos por parte dos investidores. Isto implicaria em uma alta dos rendimentos esperados antes dos impostos e uma queda do preço das ações. Ou seja, os investidores valorizavam \$1 de dividendos menos que \$1 de ganho de capital. Isso implicaria nas ações que pagavam dividendos altos serem vendidas com um desconto com relação às ações que pagavam dividendos mais baixos.

Aplicaram o mesmo modelo de CAPM que utilizaram Black e Scholes, modificando para levarem em conta os impostos e dividendos, chegaram a conclusão que U\$1 era equivalente a U\$0.77 de ganhos de capital, isto é, por cada ponto percentual que aumentasse o rendimento sobre o dividendo, os acionistas requeriam um aumento de 1,23 pontos percentuais no rendimento total da ação. Em sua pesquisa, utilizaram dados mensais do período compreendido entre janeiro de 1931 e dezembro de 1977, considerando de 600 a 1200 empresas cada mês.

O resultado encontrado pelos autores em sua pesquisa foi a da existência de uma forte associação positiva entre o “yield” e o retorno esperado antes dos impostos, indicando que os investidores consideravam os dividendos como algo indesejável.

4.8.6 Miller e Scholes (1982)

Baseando-se na teoria das expectativas racionais, Miller e Scholes desmontaram o estudo de Litzember e Ramaswamy. Para Miller e Scholes, foram as variações no preço das ações produzidas por assimetria informativa, as que os especialistas do estudo anterior confundiram como efeito produzido por um tratamento fiscal diferenciado (MASCAREÑAS, 2002).

Em resumo, a forte correlação positiva entre os rendimentos sobre dividendos e rendimentos totais que Litzemberg e Ramaswamy interpretaram como um efeito fiscal negativo dos dividendos sobre o preço das ações, poderiam ser, segundo a idéia de Miller e Scholes, um efeito da “informação” comunicada ao mercado via anúncio dos dividendos. Ambos repetiram o estudo de Litzemberg e Ramaswamy, eliminando todos os casos em que os dividendos foram anunciados e repartidos no mesmo mês, com o que chegaram a conclusão de que o efeito fiscal praticamente desaparece, atingindo somente 4% (enquanto no anterior eram de 23%), portanto, apóiam a idéia de irrelevância da política de dividendos.

4.8.7 Poterba (1986)

O referido autor reexaminou o caso Citizens Utilities, e alterou suas conclusões ao perceber que os investidores preferiam ganhos de capital a dividendos.

Para o período de 1976 a 1984, posterior ao estudado originalmente, encontrou-se uma fraca evidência a favor dos dividendos. A relação de preços de ações que distribuíam dividendos sob a forma de ações (classe A) e as que distribuíam em forma de dinheiro (classe B) ficou abaixo da relação entre dividendos em 55% dos dias de negociação. Na média, porém, a relação de preços alcançou 1,134 para 1,122 para a relação com dividendos, favorecendo os ganhos de capital.

Depois disso, Poterba analisou o comportamento de ações no dia em que se tornaram ex dividendos, dentro do período de janeiro de 1965 a julho de 1984. Os preços das ações classe A caiu aproximadamente o valor do dividendo pago, enquanto as de classe B caíram menos.

O resultado da pesquisa foi coerente com a visão de que os investidores valorizam mais os ganhos de capital do que os dividendos, antes dos impostos.

4.8.8 Modelo de Rozeff (1987)

Rozeff, em seu estudo, parte da base que um acionista racional preferirá que a direção da empresa minimize os custos de transação associados com as ampliações de capital. A política de dividendos, tal qual o modelo de Higgins, resulta da contraposição de variáveis:

- a) a redução dos custos associados com a emissão de novas ações;
- b) a redução dos custos de agência implícitos.

A taxa de divisão de dividendos ideal seria aquela que minimizasse ambos tipos de custos.

Um terceiro fator que incide na política de dividendos é a alavancagem, tanto o operacional quanto o financeiro, posto que se mantêm constantes as demais variáveis, quanto maior for tal alavancagem, maior será o financiamento fora da empresa, e menor será a distribuição de dividendos, posto que deverão desviar recursos financeiros para fazer frente ao pagamento e amortização da dívida. Os pagamentos dos dividendos podem ser contemplados como substitutos dos custos fixos.

Resumindo, para Rozeff (1987), os custos de transação de um financiamento externo e a alavancagem são as variáveis restritivas da política de dividendos. Estas descansam sobre a idéia de que a ampliação de capital é a atividade menos custosa.

4.9 Estudos empíricos realizados no Brasil

Meglierini (1998) buscou contrapor o efeito dos dividendos ao preço das ações, através de comparação das estatísticas descritivas, ou seja, média, desvio padrão e variância. Extraiu dados de dois grupos de ações da Bovespa. O primeiro continha ações que pagavam dividendos e o segundo, as que não pagavam. No total foram 70 ações, e seus valores foram convertidos em dólares americanos. O primeiro grupo obteve retorno de 69,25%, o segundo 28,68% e o Ibovespa 89,41%. Concluiu portanto, que os dividendos não foram suficientes para melhorar a performance de suas ações, sendo portanto, irrelevantes no que diz respeito a maximização do retorno do acionista .

Bueno (2000) analisou a relação entre Dividend Yield e as taxas de retornos das ações brasileiras, no período de junho de 1994 a dezembro de 1999, bem como a viabilidade de uma estratégia de investimento baseada no Dividend Yield. Formou três carteiras de ações com diferentes níveis de Yields: alto, baixo e nulo. Os

resultados obtidos foram incapazes de concluir que as ações de alto dividend yield possuem maiores ou menores taxas de retorno que os de baixo e nulo yield.

Paiva e Lima (2001) analisaram evidências empíricas a respeito da influência da tributação dos juros sobre capital próprio na política de dividendos das empresas, entre 1995 e 1998. O estudo realizou-se através do estudo do comportamento dos níveis de distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Os resultados apontaram para um não crescimento do payout depois da eliminação da tributação sobre dividendos. À época, muitas empresas não registraram juros sobre capital próprio, mas seu uso é crescente desde então.

Novis Neto e Saito (2002) analisaram empiricamente o comportamento dos preços das ações após o anúncio do pagamento dos dividendos das ações negociadas na Bovespa de 1998 a 2000. Encontraram uma relação direta entre o Dividend Yield e o retorno anormal acumulado no período pós-pagamento dos dividendos. Subdividiram a amostra em função de seu Yield. O resultado nos 90 dias após o pagamento dos dividendos, foi de 21,97% para as ações com maiores Yields, 5,16% para intermediários e - 15,50% para as ações com os dividendos mais baixos.

4.10 Etapas para a conclusão do estudo

Conforme verificado anteriormente nos capítulos 2, 3, e 4, os dividendos exercem grande interesse sobre os estudiosos em finanças e investidores do mercado acionário brasileiro de uma forma geral.

Após a revisão de parte da literatura existente acerca do assunto, neste trabalho buscar-se-á verificar o efeito dos dividendos no retorno das ações pagantes e não pagantes de dividendos e/ou juros sobre capital próprio. Será utilizado para isso, o Dividend Yield, baseado nos trabalhos empíricos realizados anteriormente no Brasil.

Etapas para a finalização do estudo sobre dividendos e retorno das ações:

1. levantamento das ações componentes do Ibovespa, no primeiro quadrimestre de 2000, junto ao Jornal Gazeta Mercantil;
2. levantamento dos proventos de cada ação da amostra escolhida, nos anos de 1999 a 2003, junto ao site www.bovespa.com.br;
3. coleta das cotações de fechamento das ações em 28 de dezembro de cada ano respectivo, 1999 à 2003. Dados coletados junto ao Programa e Software Economática;
4. cálculo do Dividend Yield anual de cada ação e ano;
5. levantamento do retorno anual das ações, coletados do Programa e Software Economática;
6. formação de duas carteiras anuais e ativas (com troca de posição anuais), de acordo com os Yields, sendo os considerados inicialmente, os maiores e para a segunda carteira anual, os menores e nulos yields;
7. cálculo do beta das carteiras de ações, para verificação do risco;
8. confronto entre os resultados obtidos nas carteiras de altos Yields com as de baixo e/ ou nulo Yields;
9. verificação do resultado obtido nas comparações das carteiras e Ibovespa, verificando assim, se os dividendos exercem algum efeito no preço das ações e se investidor, baseado no índice fundamentalista Dividend Yield pode auferir ganhos maiores que o mercado.

CAPÍTULO 5

5 EFEITO DA DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS NO RETORNO DAS AÇÕES DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Respondendo ao propósito de observar os efeitos da distribuição de proventos sobre o retorno de uma amostra de ações de companhias listadas no Bovespa, tornou-se clara a necessidade de realizar-se um estudo, buscando responder ao objetivo exposto anteriormente.

5.1 Amostra

Primeiramente, definiu-se a amostra a ser utilizada no trabalho. Devido ao fato desta pesquisa buscar o resultado da associação da política de dividendos de uma empresa e a valorização de suas ações, tornou-se clara a necessidade de uma amostra de ações com cotações sem descontinuidade, e que tais ações tivessem um mínimo de liquidez, permitindo a continuidade da pesquisa. Portanto, atendendo aos requisitos, optou-se pelas ações que compõem o Ibovespa, sendo este buscado no primeiro quadrimestre do ano 2000, período inicial da pesquisa. A amostra possui 46 ações, sendo algumas pertencentes a mesma empresa, como por exemplo a Petrobrás, que possui ações ON e PN inseridas no índice.

Tabela 1 – Ações componentes da amostra

Aracruz	PNB	Ipiranga Petróleo	PN
Banespa	PN	Itaubanco	PN
Bradesco	PN	Itaúsa	PN
Brahma	PN	Klabin	PN
Brasil	ON	Light	ON
Brasil	PN	Petrobrás	ON
Brasmotor	PN	Petrobrás	PN
Celesc	PNB	Petrobrás Dist.	PN
Cemig	ON	Sid. Nacional	ON
Cemig	PN	Sid. Tubarão	PN
Cesp	PN	Souza Cruz	ON
Copel	PNB	Telepar	PN
Copene	PNA	Telerj	PN
Copesul	ON	Teles RCTB	RON
Duralex	PN	Teles RCTB	RPN
Eletrobrás	ON	Telesp	ON
Eletrobrás	PNB	Telesp	PN
Eletropaulo	PN	Telesp CL	PNB
Embraer	ON	Trans. Paulista	PN
Ger. Paranapanema	PN	Usiminas	PNA
Ger. Tietê	PN	Votorantim C P	PN
Gerasul	ON	Vale do Rio Doce	PNA
Inepar	PN	White Martins	ON

Fonte: Jornal Gazeta Mercantil, 04 de Janeiro de 2000.

5.2 Dados

Havendo grande extensão dos dados a serem pesquisados, fez-se necessário buscar informações em vários bancos de dados. Em sua maioria podem ser considerados dados secundários, uma vez que fazem parte do banco de dados de empresas prestadoras de serviços. Entre eles estão o Programa e Software Económica – versão 2003, periódicos do Jornal Gazeta Mercantil e site do

Bovespa – www.bovespa.com.br, contendo as informações oficiais das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Tabela 2 – Fontes e Dados	
Fontes	Dados
www.bovespa.com.br	Proventos das ações
Jornal Gazeta Mercantil	Composição do Ibovespa
Programa e Software Económica	Cotações anuais das ações
	Taxas de retornos anuais das ações
	Taxas de retornos do Ibovespa

5.3 Dividend Yield

O Dividend Yield é representado em porcentagem, resultante da divisão entre os proventos por ação e sua cotação. Mostra o quanto em dinheiro o investidor recebe naquele momento.

Para muitos investidores que preferem retornos em dinheiro a ganhos de capital, o Dividend Yield combinado com levantamentos estatísticos sobre a periodicidade e a época do pagamento dos dividendos, constitui importante instrumento de apoio a suas decisões. Enfim, é se compara o dividendo com os valores das ações, o chamado dividend yield, para saber se o retorno é razoável. O uso de dividendos como critério de análise, é que ele indica empresas que geram caixa e são menos endividadas que a média, e portanto, menos vulneráveis às variações do cenário econômico.

Keown et al. (1996) ponderam que para testar a relação entre o pagamento de dividendos e a cotação das ações, pode-se comparar o retorno em dividendos de uma companhia e seu retorno.

Tais autores vêm confirmar a validade do método utilizado por este trabalho, quando do uso dos Dividend Yields em comparação com o retorno das ações.

Para a pesquisa deste trabalho, os Dividend Yields foram calculados anualmente, buscando maior proximidade com o mercado, haja vista, que os investidores costumeiramente analisam os resultados em sua totalidade. Como serão formadas carteiras anuais de acordo com os dividendos das ações, os cálculos tiveram de ser feitos à partir de 1999, para iniciar o estudo em 2000. Ou seja, para a formação da carteira 2000, serão considerados os cálculos dos Dividend Yields de 1999, e assim sucessivamente.

Para o cálculo do Dividend Yield, foi considerado o dividendo anunciado pela empresa referente ao lucro do ano anterior ao da carteira de ações. (Apêndice A)

A cotação utilizada foi a de fechamento de 28 de dezembro de cada ano respectivo. Optou-se por tal data afim de evitar maiores distorções, devido ao fato de que no fim do ano, os fundos de investimentos, no arfa de melhorar seu desempenho, “jogam para cima” o preço de suas ações, distorcendo a cotação. (Apêndice B)

Obteve-se assim, um Dividend Yield para cada ação e cada ano, seguindo a seguinte fórmula:

$$R_i = \sum d_i / P_i$$

Onde:

R_i = dividend yield da ação/ ano

d_i = proventos divulgados para a ação/ ano

P_i = cotação de fechamento da ação/ ano

Na tabela abaixo estão relacionados os Dividend Yields anuais de cada uma das ações constantes da amostra escolhida. Os cálculos estão no Apêndice C.

Tabela 3 – Dividend Yields					
Ações	Ano 1999	Ano 2000	Ano 2001	Ano 2002	Ano 2003
Aracruz PNB	2,35	4,86	4,64	4,70	3,43
Banespa PN	0,48	0,00	4,12	42,08	9,79
Bradesco PN	6,26	5,16	4,94	6,28	5,92
Brahma/ Ambev PN	7,12	1,03	1,90	2,53	2,86
Brasil ON	4,19	5,91	23,07	8,23	4,35
Brasmotor PN	2,86	8,73	5,75	2,22	0,00
Celesc PNB	0,21	0,24	0,00	6,98	0,00
Cemig ON	7,11	2,60	4,29	5,78	5,34
Cemig PN	4,30	2,16	4,09	5,14	3,76
Cesp PN	16,57	0,00	0,00	0,00	0,00
Copel PNB	2,41	3,89	3,90	0,00	1,19
Copene/ Brasken PNA	8,09	11,47	8,97	4,73	0,00
Copesul ON	8,64	9,57	3,68	9,92	7,51
Duralex PN	3,22	3,82	4,22	4,04	2,65
Eletrorbras ON	2,35	3,42	5,05	2,29	0,60
Eletrorbras PNB	6,26	7,52	9,78	11,94	5,39
Eletrorbras PN	3,40	12,80	4,97	0,00	0,00
Embraer ON	2,71	32,55	3,17	3,37	1,32
Ger Paranap PN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
AES Tietê PN	0,00	1,11	15,70	6,33	8,45
Gerasul/ Tractebel ON	0,00	0,00	3,70	8,07	9,39
Inepar PN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ipiranga Pet PN	3,63	2,73	2,90	0,00	7,46
Itaubanco PN	3,29	2,97	3,94	4,33	3,38
Itaúsa PN	4,01	4,97	5,04	7,02	5,60
Klabin PN	0,00	0,00	3,43	0,00	7,96
Light ON	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Petrobras ON	2,04	4,76	4,42	4,96	6,17
Petrobras PN	1,77	5,05	4,54	5,65	6,79
Sid Nacional ON	4,83	28,23	8,41	9,35	6,38
Sid Tubarão PN	3,63	14,10	3,56	7,47	9,88
Souza Cruz ON	16,45	28,76	14,65	14,03	8,53

...Continuação dos Dividend Yields					
Ações	Ano 1999	Ano 2000	Ano 2001	Ano 2002	Ano 2003
Telesp ON	9,32	8,90	8,53	16,12	19,84
Telesp PN	9,32	6,01	6,81	10,67	15,98
Trans Paulista PN	0,00	4,08	7,89	17,83	7,12
Usiminas PNA	3,98	5,22	7,20	3,72	5,73
Votorantim C P PN	1,39	5,18	3,13	2,62	3,59
Vale do Rio Doce PNA	4,56	7,01	8,58	4,41	3,72

Devido a descontinuidade de dados para o cálculo dos valores necessários a análise, as ações Brasil PN, Petrobrás Distribuidora PN, Recibo Telebrás ON e Recibo Telebrás PN, Telepar PN, Telerj PN, Telesp CL PNB e White Martins ON foram retiradas do estudo, restando, portanto, 38 ações.

Tabela 4 – Estatísticas dos Dividend Yields					
Estatísticas Básicas	1999	2000	2001	2002	2003
Média dos Dividend Yields	4,12	6,44	5,50	6,38	5,00
Mediana dos Dividend Yields	3,40	4,86	4,28	4,96	5,94
Valor Mínimo de Dividend Yield	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Valor Máximo de Dividend Yield	16,57	28,75	15,70	42,08	19,83
Número de obs. de Dividendos = 0	7	7	5	8	8
Número total de obs.	38	38	38	38	38

O número de empresas que não distribuíram proventos não apresentou diferenças significativas no decorrer dos anos, variando de 5 à 8 ações apenas. Somente três ações não distribuíram proventos em todos os períodos, sendo elas a Paranapanema PN, Inepar PN e Light ON.

Em 2000, foi observado o maior valor médio de Dividend Yield, com resultado de 6,44%. Mesmo as médias não apresentaram diferenças que porventura chamassem a atenção nos períodos analisados. O menor valor da média foi de 4,02%, no ano 1999.

5.4 Retorno anual das ações

Foram coletados os retornos das ações para avaliação do desempenho das carteiras teóricas de ações. Os valores correspondem aos retornos anuais de cada ação, considerados à partir 01 de janeiro à 31 de dezembro de cada ano representado no estudo. Foram calculados utilizando-se a cotação de fechamento do primeiro e último dia de negociação do ano. Os retornos anuais dos preços das ações da amostra, estão no Apêndice D.

No contexto do estudo, a taxa de retorno do preço depende, para a sua determinação, tanto daquilo que foi investido quanto das variações em mercado do preço do ativo que o representa. De forma genérica, pode ser representado da seguinte maneira:

$$R_t = [(P_1 / P_2) - 1] * 100$$

Onde:

R_t = taxa de retorno do ativo no período (t)

P_1 = preço de fechamento do ativo no final do período;

P_2 = preço de fechamento do ativo no início do período;

Tabela 5 – Resumo dos Retornos Anuais (dos preços das ações)

Anos	2000	2001	2002	2003
Média	1,42%	11,58%	6,185%	115,69%
Valor Mínimo	- 62,91%	- 46,84%	- 67,47%	- 18,53%
Valor Máximo	101,23%	100,28%	176,45%	507,73%
Número de Obs.	38	38	38	38
Retorno Ibovespa	-10,72	-11,02	-17,01	97,34

No período de 2000 à 2003, as ações da amostra tiveram uma variação bastante significativa no retorno médio dos preços das ações. Ao se comparar o período inicial, ano 2000, que apresentou o valor de 1,42%, com o ano 2003, quando o retorno médio foi de 115,69%, a diferença entre os retornos de um ano e outro foi de 114, 27 pontos percentuais a mais em 2003.

O ano 2003 foi de grandes valorizações no mercado acionário brasileiro, podendo ser constatado tanto nos valores mínimos quanto máximos. Em 2003, somente duas empresas apresentaram retornos negativos, a Inepar PN (- 18,52%) e a Brasmotor PN (- 3,12%). O retorno máximo foi da Brasken PNA (507,73%), acima da média encontrada entre os retornos dos anos anteriores, que foi de 126%.

5.5 Formação das carteiras

Nesta parte do estudo foram formadas duas carteiras teóricas de ações para cada ano, resultando em 8 carteiras ao todo. Estas foram diferenciadas pela distribuição de proventos, ou seja, para a divisão das ações nas carteiras foram utilizados os Dividend Yields.

Para a formação da primeira carteira, considerou-se as 12⁵ ações com os maiores Yields acima da média, enquanto para a segunda carteira foram utilizadas as 12 ações com os menores Yields abaixo da média, ou valores iguais a zero. As carteiras foram formadas de forma ativa, ou seja, trocando de posições a cada início de ano.

As carteiras foram ponderadas de forma igual, evitando privilegiar uma ou outra ação. Foi aplicado virtualmente R\$10.000,00 em cada ação, totalizando R\$120.000,00 em cada carteira. Hipoteticamente, investiu-se na forma de clubes de

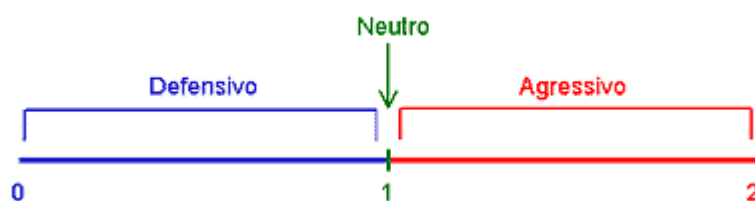
⁵ Em um artigo clássico sobre diversificação de carteiras, Evans e Archer (1968) descobriram que uma carteira ótima deveria conter entre 10 e 15 ações. Resumindo trabalhos do Brasil e exterior, Securato (1998), concluiu que o número ótimo de ações deveria ser entre 10 e 18 ações (Bueno, 2000).

investimentos, evitando assim, o pagamento de impostos e custos de transação. No caso de clubes de investimentos, paga-se o Impostos de Renda no ato de resgate das cotas, o que não ocorreu nesse estudo.

Para a apuração anual do retorno de cada carteira, entendeu-se que o retorno total de uma ação, seria não só sua valorização em mercado, como também os montantes recebidos sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio.

Após a apuração anual dos retornos das ações, tal valor foi virtualmente liquidado e reaplicado em pesos iguais nas ações componentes da nova carteira. Assim, a hipótese levantada pelos analistas fundamentalistas de que investimentos baseados em dividendos podem produzir resultados superiores aos do mercado (BUENO, 2000), foi analisada em conformidade com a metodologia exposta nesse trabalho. As carteiras de ações, juntamente com suas composições e valorizações individuais de cada ação, estão no Apêndice E.

Para o cálculo do risco das carteiras, foi utilizado o beta de cada ação e ponderado pela carteira. Ou seja, buscou-se o beta de cada ação nos últimos 60 meses anteriores à data inicial da carteira, somou-se os 12 valores e dividiu-os por 12, número de ações de cada carteira. Se uma ação comporta-se exatamente como o Ibovespa, dizemos que ela tem $\beta=1$. Se a ação variar mais que o Ibovespa, mas no mesmo sentido, ela terá $\beta>1$ (beta maior do que um). Se variar menos, mantendo o mesmo sentido, o beta será menor do que um ($\beta < 1$). Uma ação com beta muito maior do que 1, por exemplo, tende a subir mais que o Ibovespa quando este está em alta. Em compensação, tende a cair mais quando há baixa na bolsa.



5.6 Resultados da pesquisa

Como já dito anteriormente, foi aplicado inicialmente R\$120.000,00 em cada carteira, sendo este valor distribuído igualmente entre as ações, ou seja, R\$10.000,00 para cada ação.

Tabela 6 – Resumo das Carteiras de Maiores Yields				
Ano	Valor Inicial (R\$)	Valor Final (R\$)	Retorno Anual	Beta
2000	120.000,00	149.732,10	24%	0,89
2001	149.732,10	183.900,20	22,81%	0,87
2002	183.900,20	207.117,96	12,62%	0,87
2003	207.117,96	496.575	139,75%	0,92
Retorno Acumulado				313,81%

Tabela 7 – Resumo das Carteiras de Menores Yields				
Ano	Valor Inicial (R\$)	Valor Final (R\$)	Retorno Anual	Beta
2000	120.000,00	120.424,73	0,35%	0,69
2001	120.424,73	128.435,69	6,65%	0,68
2002	128.435,69	128.109,26	- 0,25%	0,74
2003	128.109,26	220.971,70	72,48%	0,76
Retorno Acumulado				84,14%

Previamente, discurrir-se-á sobre os resultados apurados anualmente, para ao final, verificar o resultado acumulado no período de 2000 a 2003.

Ano 2000

No ano 2000, verificou-se que a carteira contendo as ações com a maior distribuição de proventos em relação a sua cotação, foi melhor precificada pelo

mercado, apresentando um ganho de 24% contra apenas 0,35% na carteira com ações de baixa distribuição de proventos ou nula. A média dos retornos para este ano foi de 1,42%, sendo superado apenas pela Carteira de Maiores Yields. No mesmo período o Ibovespa obteve um desempenho negativo (- 10,72%), sendo superado pelas duas carteiras.

Quanto ao risco, calculado pelo beta das ações, ponderado pela distribuição inicial da carteira, foi de 0,89 para a carteira com os maiores yields, enquanto para a carteira de menores yields foi de 0,69. Apesar do beta da carteira com os maiores yields ter sido superior, seu resultado foi significativamente maior em relação a carteira de menores yields, e seu beta ainda é considerado defensivo.

Ano 2001

Para a carteira de Maiores Yields do ano 2001, foi investido o valor resultante de 2000, ou seja, R\$149.732,1, resultando em R\$12.477,67 para cada ação da nova carteira. A valorização neste ano foi de 22,81% para um beta de 0,87. Para a carteira de Menores Yields, o valor reinvestido foi de R\$9.983,80 em cada ação da nova carteira, obtendo como resultado uma valorização de 6,65%, para um beta de 0,68. A média dos retornos foi de 11,58%.

Novamente, a carteira formada com os Maiores Yields apresentou um beta superior a carteira de Menores Yields, mas ainda considerado defensivo. Seu retorno foi superior à carteira com os Menores Yields, bem como do Ibovespa, que neste período teve como retorno anual negativo de - 11,02%.

Ano 2002

Para o ano de 2002, o retorno obtido na carteira de Maiores Yields foi de 12,62% e um beta de 0,87, contra um retorno negativo de 0,25% da carteira de Menores Yields, que teve como beta 0,74. As duas carteiras, porém, tiveram desempenho superior ao do Ibovespa, que neste ano teve retorno negativo de –

17,01%. Novamente, o beta das duas carteiras foi considerado defensivo. O retorno médio para este ano foi de 6,18%, sendo superior ao da Carteira de Menores Yields e novamente superado pela Carteira de Maiores Yields.

Ano 2003

Para o ano 2003, o retorno resultante de investimento foi de 139,75% para a carteira com os 12 Maiores Yields acima da média, que foi de 5,02%. Para os 12 Menores Yields abaixo da média, considerando-se também os de valor igual a zero, o retorno foi de 72,48%. Neste ano, o Ibovespa, teve seu primeiro retorno positivo no período analisado, de 97,34%, superando apenas a carteira com os menores yields. A média dos retornos das ações do Ibovespa foi de 115,69%, e foi superado pela carteira com os maiores yields.

Neste ano, as duas carteiras apresentaram risco considerado defensivo se calculado pelo beta, sendo de 0,92 para a carteira com os Maiores Yields, e para a carteira, dos Menores Yields, o beta foi de 0,76, mas mantiveram seu retorno superior ao Ibovespa.

Apesar de em todos os períodos o risco apresentado pelas carteiras de Maiores Yields ter sido superior aos das carteiras de Menores Yields, seu retorno foi representativamente superior, tanto do Ibovespa, como das carteiras de Menores Yields. Embora maior, os betas das carteiras de maiores yields permaneceu defensivo em todos os períodos apresentados. Neste caso, a teoria de que as carteiras com maior risco que o mercado tendem a ter um retorno superior não pode ser confirmada, já que nas carteira de maiores o retorno foi superior em todos os períodos, mas o risco foi defensivo.

Quanto aos retornos acumulados no período total da pesquisa, de 2000 à 2003, o resultado das carteiras Maiores Yields foi de 313,81%, enquanto a de Menores Yields foi 84,14%. O Ibovespa, índice representativo do mercado e utilizado

para comparação com as carteiras formadas neste trabalho, apresentou um resultado de 30,11%, inferior ao retorno das duas carteiras.

Portanto, na pesquisa realizada neste trabalho, pode-se afirmar que há evidências de que o mercado tende a precificar melhor as ações com maior distribuição de proventos, conforme os retornos acumulados e anuais. Considerando-se as limitações do trabalho, pode-se ainda evidenciar a possibilidade de o investidor ganhar mais que o mercado, utilizando como critério de escolha das ações, o Dividend Yield. O resultado é coerente, de um modo geral, com pesquisas realizadas anteriormente no Brasil.

Fama e French (2000) publicaram que o número de empresas americanas que pagavam dividendos vinha caindo desde 1978, passando de 66,5% para apenas 20% em 1999. Já em julho de 2003, após o pacote de cortes nos impostos implementados pelo presidente americano George W. Bush, que reduz a tributação de 35% para 15% sobre os dividendos, um quarto das empresas do índice S&P 500 anunciaram aumento de seu dividendo ou sua distribuição. Devido a isso, as empresas passaram a ser recompensadas, apresentando aumento do valor de suas ações (Wine, 2003).

No Brasil, os impostos exercem um papel diferente no mercado acionário, visto que os dividendos não são tributados. Segundo o artigo Líder em dividendos (2004), as empresas que distribuem uma fatia maior de seu lucro com os acionistas, mostram o grau de seu comprometimento com o mercado, aumentando sua atratividade perante os investidores. Portanto, não adianta a empresa ter um volume maior de lucros se não possui uma política de distribuição de dividendos atrativa. Enfim, o comportamento das ações boas pagadoras de dividendos têm suas ações valorizadas pelo mercado. Magalhães (apud VIEIRA, 2003) citou um estudo, onde encontraram, num grupo de empresas, que 65% delas caíam menos que os índices de mercado, e subiam 60% a mais que os índices, na alta. Constataram que tais ações, eram as pagadoras de dividendos. Tais estudos vêm confirmar o resultado obtido pela pesquisa realizada neste trabalho, que mostra que os investidores

tendem a valorizar as empresas que distribuem mais dividendos e que os mesmos são relevantes.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

Quando Modigliani e Miller publicaram a teoria da irrelevância dos dividendos, tal teoria foi prontamente aceita como consistente. Entretanto, ao se considerarem as imperfeições do mercado, como a assimetria de informação, impostos, custos de transação e conflitos de interesses, surgiram também as controvérsias. Desde então, diversas teorias surgiram para explicar o comportamento dos preços das ações em função das diferentes políticas de dividendos adotadas pelas empresas, mas nenhum resultado foi irrefutável.

Quanto ao tratamento dos dividendos pela Lei das S.A., fica perceptível que as medidas apresentadas visam assegurar a participação de acionistas não controladores nos resultados. Essas medidas almejam a valorização dos acionistas minoritários nos resultados, o que sugere reconhecimento por parte dos profissionais de mercado de que os investidores valorizam os dividendos.

Analisando-se a validade das teorias da política de dividendos no Brasil, podemos afirmar que a teoria da preferência tributária não possui qualquer aceitação no contexto brasileiro, pois as vantagens tributárias existentes no Estados Unidos, são totalmente inversas no Brasil. No Brasil inexistente tributação sobre distribuição de dividendos e os ganhos de capital na alienação de ações são tributados, enquanto nos Estados Unidos embora haja tributação sobre ambos, a carga é menor sobre os ganhos de capital. Por este motivo, entende-se inaplicável esta teoria ao Brasil.

Este trabalho teve como objetivo principal, analisar o efeito da distribuição de proventos em dinheiro no retorno de uma amostra de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. A análise compreendeu 48 meses, permitindo a verificação de tais efeitos em 4 anos.

A seleção das ações com base no Dividend Yield e seu agrupamento em carteiras de ações serviram para analisar o retorno das mesmas, e compará-los entre si e com o Ibovespa.

Os resultados apurados anualmente, evidenciaram a presença de retornos positivos na amostra, tanto das maiores pagadoras de dividendos, quanto nas menores ou não pagadoras. No caso das últimas ações, estas apresentaram apenas um período com resultado negativo, de 0,25%. Porém, os resultados encontrados nas carteiras selecionadas à partir dos maiores Yields mostrou-se significativamente superior às ações que pagavam baixos ou não pagavam dividendos, assim como maior risco. Enquanto o primeiro grupo (Maiores Yields) apresentou um retorno acumulado de 313,81%, o segundo grupo (Menores Yields) obteve apenas 84,14%. Em relação ao índice Ibovespa, que obteve retorno acumulado de 30,11%, as duas carteiras apresentaram retornos superiores em todos os períodos, bem como o retorno acumulado.

O risco das carteiras de Maiores Yields foi superior ao das carteiras de Menores Yields e do Ibovespa em todos os períodos. O risco apresentado pelo beta manteve-se abaixo do nível considerado agressivo por todo o período analisado. Portanto, neste estudo, apesar do retorno ter sido superior em todos os períodos e no acumulado, não se confirma a teoria de que sendo o risco da carteira maior que o do mercado, neste caso 1, o retorno deve ser superior, já que o risco foi defensivo em todos os períodos.

Assim, dentro das limitações deste trabalho, pode-se deduzir que ações com dividend Yield acima da média e mediana (característica das carteiras de Maiores Yields), apresentam valorização superior à da segunda carteira (com os dividendos abaixo da média), o que seria uma indicação da preferência dos investidores por ações com políticas mais agressivas de distribuição de proventos. Tal resultado é coerente com as evidências empíricas encontradas no Brasil.

Porém, em virtude das restrições do processo de seleção da amostragem de ações e das delimitações da metodologia aqui utilizada, sugere-se a continuidade do estudo, buscando verificar se as carteiras citadas têm retorno acima do mercado, com menores níveis de risco.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Ari Ferreira de. **As Preposições de Modigliani e Miller e a Tributação Brasileira**. 26 ENANPAD. Salvador: Set. 2002.

ABRUTYN, S.; TURNER, R. W. **Taxes and firms` dividend policies: survey results**. National Tax Journal. Columbs, Dec. 1999. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BAKER, H. K.; FARRELY, G. E.; EDELMAN, R.B. **A survey of management views on dividend policy**. Financial Management. Tampa, Autumn 1985. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

BAKER, H. K., POWELL, G. E. **How corporate managers view dividend policy**. Quarterly Journal of Business and Economics. Lincoln, Spring 1999. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

BLACK, F.; SHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**. Amsterdam: North- Holland, v.1, n.1, p. 1-22, 1974.

BOEHME, Rodney D.; SORESCU, Sorin M. **Seven decades of long term abnormal return peristence: the case of dividend initiation and resumptions**. Working Paper, Sam Houston State University and University of Houston, jan. 2000.

BREALEY, R. A.; MYERS, S.C. **Princípios de finanças empresariais**. 3. ed. Lisboa: McGraw- Hill de Portugal, 1992.

BRIGHAN, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999. 713 p.

BRITO, N. O.; RIETTI, R. C. **O Conteúdo informacional de dividendos no Brasil** in BRITO, N. O. (org.) O mercado de capitais e a estrutura empresarial brasileira. Rio de Janeiro: Guanabara 2, 1981.

BROWN, K.; PACELLE, M. Dividendo está na moda. Citi é o novo exemplo. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 15 de jul. 2003. The Wal Street Journal Americas, p. B10.

BUENO, Arthur Franco. **Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2000.

CASTRO, H. O. P. de. **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1979.

CHAPLINSKY, S.; SEYHUN, H. N. Dividend and taxes: evidence on tax-reduction strategies. **The Journal of Business**. Chicago, Apr. 1990. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

CHRISTIE, W. G. Are dividend omissions truly the cruelest cut of all? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Seattle, Sep. 1994. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

COMISSAO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM n. 207 de 1996. [online]. Disponível: www.cvm.gov.br

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy**. 3.ed. Reading: Addison-Wesley, 1992.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Traduzido por Bazán Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

DEWENTER, K. L.; WARTHER, V. A. Dividends, asymmentric information, and policies of Japanese and U.S. firms. **Journal of Finance**. Cambidge, Jun. 1998. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

DURAND, D. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investiment: comment. **American Economic Review**. V. 44, n.4, p. 639-655, set. 1959. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

ECONOMÁTICA Ltda. Banco de Dados [On Line], São Paulo, end. eletrônico: www.economática.com.br, 2004.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. **Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?** 2000. Disponível: www.sciencedirect.com

FARRAR, D. E.; SELWYN, L. L. Taxes, corporate finance policy and returns to investors. **National Tax Journal**, v. 20, p. 444-454, 1967.

FRIEND, I.; PUCKETT, M. Dividend and stock prices. **American Economic Review**, v.54, p. 656-682, 1964.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GITMAN, L. J. **Principles of managerial finance**. 5. ed. Nova York: Harper e Row, 1988.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira: essencial**. Traduzido da 2ª. ed. De Principles of Managerial Finance: Brief por Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**. V. 18, n.2, p.264-272, mai. 1963. Disponível: <http://www.fucape/istor>

HALFELD, Mauro. A Fundamental Analysis of Brazilian Stock Returns. **Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP**. São Paulo: Departamento de Engenharia de Produção, n. 062, 1998.

HESS, Patrick J. **The dividend debate: 20 years of discussion**. The new corporate finance: Where Theory Meets Practice, 1999.

HIGGINS, R. The corporate dividend-saving decision. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, n. 7, 1972.

KEOWN, A. J.; SCOTT JR., D. F.; MARTIN, J. D.; PETTY, J. W. **Basic Financial Management**. 7. ed. Upper Saddle River: Prentice- Hall, 1996.

KERLINGER, Fred. N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais**. São Paulo: EPU, 1980.

LA PORTA, R. et al. Agency problems and dividend policies. **Journal of Finance**, v. LV, n.1, p. 01-33, fev. 2000.

LEASE, R. C. et al. Some direct evidence on the dividend clientele phenomenon. **Journal of Finance**. New York, Dec. 1978. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

Lei das sociedades por ações: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. 26. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

LEITE, Hélio de Paula; SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros.** São Paulo: Atlas, 1995.

LEMOS, Aloísio. **Entenda o famoso índice Beta.** 2004 Disponível: www.investshop.com.br

LINTNER, J.. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review.** v. 46, p. 97-103, May 1956. Disponível: <http://www.fucape/jstor>

LÍDER EM DIVIDENDOS. **Revista Bradesco**, ed. 206, mai-jul 2004.

LINTNER, J.. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **Review Economics and Statistics.** v. 44, n.3, p. 243-269, Ago. 1962. Disponível: <http://www.fucape/jstor>

LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY, Krishna. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices. **Journal of Financial Economics.** Amsterdam: North Holland, p. 163 – 195, n.2, v.7, jun. 1979.

LONG, M. S.; MALITZ, I.B.; SEFCIK, S.E. An empirical examination of dividend policy following debt issues. **Journal of Financial and Quantitative Analysis.** Seattle, Mar. 1994. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

LONG JR. John B. The market valuation of cash dividends: a case to consider. **Journal of Financial Economics.** Amsterdam: North –Holland, v.6, n.2/3, p. 235-264, jun.-set. 1978.

LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o Modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). – São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2001.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos: na prática, é importante? **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo: USP, p. 39-53, out. 2003.

MADURA, J. **International financial management**. South-Western College Publishing, 1998

MARCONI, Marina de A.; LAKATOS, Eva M. **Técnicas de Pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira – as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1985.

MASCAREÑAS, Juan. **La política de dividendos**. Universidad Complutense de Madrid, jun. 2002.

MATHUR, I. **Introdução à administração financeira**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos Científicos, 1984

MATTAR, Fauze N. **Pesquisa de Marketing**. 3. ed. São Paulo: Atlas, v. 1, 1996.

McCABE, G. M. The empirical relationship between investment and financing: a new look. **Journal of Finance and Qualitative analysis**. V.XIV, n.1, p. 119-135, mar. 1979.

MEGLIORINI, Evandir. **Lucros distribuídos – fator de atratividade para investimento em ações**. Osasco: Fundação Instituto Tecnológico de Osasco – FITO, 1998.

MILANESE, Daniela. Pagadoras de dividendos sobem mais na Bovespa. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 23 abr. 2004. Economia, p. B13.

MILLER, M. H; SCHOLES, M. Dividends and taxes. **Journal of Financial Economics**, v.6, p. 333-364, 1978.

MILLER, M. H.; SCHOLES, M. Dividends and taxes: some more empirical evidence. **Journal of Political Economy**, v. 90, p. 1118-1141, 1982.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. XLVIII, n.3, p. 261-297, Jun. 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. XXXIV, n.4, p. 411-433, Oct. 1961.

NOVIS NETO, Jorge Augusto; SAITO, Richard. **Dividend yield e persistência de retornos anormais das ações: evidências do mercado brasileiro**. 26 ENANPAD, Anais... Salvador, 2002.

PAIVA, José Wagner de.; LIMA, Álvaro Vieira. **A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras**. Sociedade Brasileira de Finanças, 1º. encontro, jul. 2001.

POTERBA, J. M. The market valuation of cash dividends: the citizens utilities case reconsidered.

Journal of Financial Economics. Amsterdam, Mar. 1986. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

PROCIANOY, J. L. **Conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1994.

REILLY, Frank K. **Investment Analysis and Portfolio Management**. 4. ed. Fort Worth: The Dryden Press, 1994.

ROSS, S. A. et al. **Administração financeira**. Traduzido da 3.^a ed. de Corporate Finance por Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, S. A. et al. **Fundamentals of corporate finance**. 2. ed. Homewood: Irwin, 1993.

ROZEFF, Michael. **How companies set their dividend-payout ratios**. Basil Blackwell: Oxford, 1987.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de capitais**. 2. ed. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores – CNBV, 1986.

SANT, R., COWAN, A. R. Do dividend signal earnings? The case of omitted dividends. **Journal of Banking & Finance**. Amsterdam, Dec. 1994. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

SANVICENTE, Antonio Z. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

SANVICENTE, A. Z.; MELLAGI FILHO, A. **Mercado de capitais e estratégias de investimento**. São Paulo: Atlas, 1990.

SPERANZINI, M. M. **Efeito da política de dividendos sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). – São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuaria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1994.

VIEIRA, Catherine. Bons dentro e fora da crise. **Jornal Valor**, São Paulo, 03 de set. 2003. Eu e Investimentos, p. D1.

VOGT, S.C. The cash flow/ investment relationship: evidence from U.S. manufacturing firms. **Financial Management**. Tampa, Summer 1994. Disponível: <http://www.umi.com/proquest>

ZENG, T. **The determinants of dividend policy: Canadian evidence**, 13, 2001, Rio de Janeiro. Anais da Thirteenth Asian-Pacific Conference of International Accounting Issues. Rio de Janeiro: Fipecafi, 2001, p. 296-299.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. São Paulo: Ed. Makron Books, 2000.

WINE, Elizabeth. Investidor volta a prestar atenção aos dividendos. **Jornal Valor**, São Paulo, 14 jul. 2003. Finanças, p. C12.

PROVENTOS DAS AÇÕES

ANOS	1999	2000	2001	2002	2003
Aracruz PNB	0,10	0,14	0,18	0,32	0,36
Banespa PN	0,31	0,00	3,75	72,38	22,03
Bradesco PN	0,88	0,72	0,69	0,69	0,90
Brahma PN	9,39	4,84	9,04	13,64	21,11
Brasil ON	0,35	0,35	0,37	0,81	1,04
Brasmotor PN	7,25	13,53	11,09	3,55	0,00
Celesc PNB	0,00	0,00	0,00	0,04	0,00
Cemig ON	1,74	0,61	1,35	1,36	1,98
Cemig PN	1,74	0,61	1,35	1,36	1,98
Cesp PN	1,89	0,00	0,00	0,00	0,00
Copel PNB	0,42	0,61	0,65	0,00	0,16
Copene PNA/Brasken	48,40	68,80	41,57	10,40	0,00
Copesul ON	6,66	9,57	1,92	4,37	10,29
Duratex PN	1,82	2,10	2,00	2,10	2,20
Eletrobrás ON	0,93	1,23	1,68	0,54	0,29
Eletrobrás PNB	2,70	2,70	3,05	2,80	2,44
Eletropaulo PN	3,98	11,52	3,87	0,00	0,00
Embraer ON	0,24	4,02	0,40	0,43	0,26
Paranapanema PN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ger. Tietê PN	0,00	0,13	2,51	0,73	1,10
Gerasul ON	0,00	0,00	0,15	0,28	0,75
Inepar PN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ipir Petróleo PN	0,70	0,44	0,37	0,00	1,05
Itaubanco PN	5,10	5,50	6,95	7,43	9,71
Itaúsa PN	0,08	0,10	0,11	0,13	0,19
Klabin PN	0,00	0,00	0,03	0,00	0,30
Light ON	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Petrobrás ON	0,82	2,31	2,32	2,62	5,19
Petrobrás PN	0,82	2,31	2,32	2,62	5,19
Sid. Nacional ON	33,80	26,73	13,61	11,14	10,00
Sid. Tubarão PN	1,07	2,96	1,30	2,99	9,98
Souza Cruz ON	2,20	2,47	2,08	2,50	2,58
Telesp ON	2,33	1,66	2,15	3,66	7,24
Telesp PN	2,33	1,66	2,15	3,66	7,24
Tran. Paulista PN	0,00	0,28	0,51	1,00	0,99
Usiminas PNA	0,39	0,46	0,47	0,24	1,95
Votorantim CP PN	1,15	2,85	2,53	3,14	6,56
Vale R.Doce PNA	2,28	3,33	4,61	4,30	5,48

Fonte: www.bovespa.com.br

COTAÇÕES DAS AÇÕES EM 28/12

ANOS	1999	2000	2001	2002	2003
Aracruz PNB	4,38	2,84	3,91	6,76	10,60
Banespa PN	64,00	60,00	91,00	172,00	225,00
Bradesco PN	14,00	14,00	12,50	11,05	15,20
Brahma PN/Ambev	132,00	470,00	476,00	540,00	739,00
Brasil ON	8,40	5,97	1,59	9,80	24,00
Brasmotor PN	253,30	155,00	193,00	160,00	155,00
Celesc PNB	0,86	0,58	0,46	0,54	0,81
Cemig ON	24,51	23,48	31,50	23,50	37,10
Cemig PN	40,50	28,20	33,00	26,40	52,75
Cesp PN	11,40	17,90	15,00	7,14	14,31
Copel PNB	17,50	15,80	16,80	10,00	13,60
Copene PNA	23,72	26,26	22,36	11,00	66,85
Copesul ON	77,00	100,00	52,00	44,00	137,00
Duratex PN	56,50	55,00	47,40	52,00	83,01
Eletróbrás ON	39,51	36,05	33,30	23,60	48,50
Eletróbrás PNB	43,10	36,01	31,20	23,44	45,20
Eletropaulo PN	117,00	90,04	78,00	26,00	72,80
Embraer ON	9,00	12,35	12,51	12,80	19,30
Paranapanema PN	11,12	8,35	9,00	8,00	8,60
Ger. Tietê PN	10,20	11,39	16,00	11,50	13,00
Gerasul ON	1,83	2,94	3,99	3,50	8,01
Inepar PN	7,55	2,80	1,66	0,54	0,44
Ipir Petróleo PN	19,31	16,09	12,60	7,82	14,10
Itaubanco PN	155,00	185,00	15,90	171,50	287,00
Itaúsa PN	1,87	1,93	2,17	1,88	3,41
Klabin PN	1,50	1,46	0,98	1,03	3,76
Light ON	199,00	224,00	122,00	46,00	79,90
Petrobrás ON	39,00	48,50	52,49	52,80	84,10
Petrobrás PN	46,00	45,78	51,15	46,40	76,40
Sid. Nacional ON	70,00	62,10	36,50	51,15	156,70
Sid. Tubarão PN	29,50	21,00	21,51	40,00	101,00
Souza Cruz ON	13,36	8,60	14,20	17,82	30,27
Telesp ON	20,50	18,60	25,19	22,70	36,50
Telesp PN	43,80	27,60	31,55	34,30	45,30
Tran. Paulista PN	3,86	4,68	4,74	4,95	13,85
Usiminas PNA	9,80	8,78	6,51	6,56	33,95

Votorantin CP PN	83,00	55,00	80,70	121,00	182,70
Vale R.Doce PNA	50,00	47,48	53,70	97,61	147,20

Fonte: Programa e Software Económica – versão 2003.

CÁLCULO DO DIVIDEND YIELD

ARACRUZ PNB						KLABIN PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,10	0,14	0,18	0,32	0,36	0,00	0,00	0,03	0,00	0,30
COTAÇÃO	4,38	2,84	3,91	6,76	10,60	1,50	1,46	0,98	1,03	3,76
YIELD	2,36	4,86	4,65	4,71	3,43	0,00	0,00	3,44	0,00	7,97
BANESPA PN						LIGHT ON				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,31	0,00	3,75	72,38	22,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
COTAÇÃO	64,00	60,00	91,00	172,00	225,00	199,00	224,00	122,00	46,00	79,90
YIELD	0,48	0,00	4,12	42,08	9,79	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BRADESCO PN						PETROBRAS ON				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,88	0,72	0,62	0,69	0,90	0,82	2,31	2,32	2,62	5,19
COTAÇÃO	14,00	14,00	12,50	11,05	15,20	39,97	48,50	52,49	52,80	84,10
YIELD	6,26	5,16	4,94	6,28	5,92	2,04	4,76	4,42	4,96	6,17
BRAHMA PN/ AMBEV						PETROBRAS PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	9,39	4,84	9,04	13,64	21,11	0,82	2,31	2,32	2,62	5,19
COTAÇÃO	132,00	470,00	476,00	540,00	739,00	46,00	45,78	51,15	46,40	76,40
YIELD	7,12	1,03	1,90	2,53	2,86	1,77	5,05	4,54	5,65	6,79
BRASIL ON						SIDERURGICA NACIONAL ON				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,35	0,35	0,37	0,81	1,04	3,38	17,53	3,07	4,78	10,00
COTAÇÃO	8,40	5,97	1,59	9,80	24,00	70,00	62,10	36,50	51,15	156,70
YIELD	4,19	5,91	23,07	8,23	4,35	4,83	28,23	8,41	9,35	6,38
BRASMOTOR PN						ELETROPAULO PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	7,25	13,53	11,09	3,55	0,00	3,98	11,52	3,87	0,00	0,00
COTAÇÃO	253,30	155,00	193,00	160,00	155,00	117,00	90,01	78,00	26,00	72,80
YIELD	2,86	8,73	5,75	2,22	0,00	3,40	12,80	4,97	0,00	0,00
CELESC PNB						SIDERURGICA DE TUBARAO PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,00	0,00	0,00	0,04	0,00	1,07	2,96	1,30	2,99	9,98
COTAÇÃO	0,86	0,58	0,46	0,54	0,81	29,50	21,00	36,50	40,00	101,00
YIELD	0,21	0,24	0,00	6,98	0,00	3,63	14,10	3,56	7,47	9,88
CEMIG ON						SOUZA CRUZ ON				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	1,74	0,61	1,35	1,36	1,98	2,20	2,47	2,08	2,50	2,58
COTAÇÃO	24,51	23,48	31,50	23,50	37,10	13,36	8,60	14,20	17,82	30,27
YIELD	7,11	2,60	4,29	5,78	5,34	16,45	28,76	14,65	14,03	8,52

CEMIG PN						TELESP ON				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	1,74	0,61	1,35	1,36	1,98	2,33	1,66	2,15	3,66	7,24
COTAÇÃO	40,50	28,20	33,00	26,40	52,75	25,01	18,65	25,19	22,70	36,50
YIELD	4,30	2,16	4,09	5,14	3,76	9,32	8,90	8,53	16,12	19,84
CESP PN						TELESP PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	1,89	0,00	0,00	0,00	0,00	2,33	1,66	2,15	3,66	7,24
COTAÇÃO	11,40	17,90	15,00	7,14	14,31	43,80	27,60	31,55	34,30	45,30
YIELD	16,57	0,00	0,00	0,00	0,00	5,32	6,01	6,81	10,67	15,98
COPEL PNB						TRANS PAULISTA PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,42	0,61	0,65	0,00	0,16	0,00	0,28	0,51	1,00	0,99
COTAÇÃO	17,50	15,80	16,80	10,00	13,60	5,80	6,79	6,50	5,61	13,85
YIELD	2,41	3,89	3,90	0,00	1,19	0,00	4,08	7,89	17,83	7,12
COPENE PNA/ BRASKEN						USIMINAS PNA				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	48,40	68,80	41,57	10,40	0,00	0,39	0,46	0,47	0,24	1,95
COTAÇÃO	598,00	600,00	463,50	220,00	66,85	9,80	8,78	6,51	6,56	33,95
YIELD	8,09	11,47	8,97	4,73	0,00	3,98	5,22	7,20	3,72	5,73
COPESUL ON						VOTORANTIN CP PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	6,66	9,57	1,92	4,37	10,29	1,15	2,85	2,53	3,14	6,56
COTAÇÃO	77,00	100,00	52,00	44,00	137,00	83,00	55,00	80,79	120,00	182,70
YIELD	8,64	9,57	3,68	9,92	7,51	1,39	5,18	3,13	2,62	3,59
DURATEX PN						VALE DO RIO DOCE PNA				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	1,82	2,10	2,00	2,10	2,20	2,28	3,33	4,61	4,30	5,48
COTAÇÃO	56,50	55,00	47,40	52,00	83,01	50,00	47,48	53,70	97,61	147,20
YIELD	3,22	3,82	4,22	4,04	2,65	4,56	7,01	8,58	4,41	3,72
ELETROBRAS ON						ELETROBRAS PNB				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,93	1,23	1,68	0,54	0,29	2,70	2,71	3,05	2,80	2,44
COTAÇÃO	39,51	36,05	33,30	23,60	48,50	43,10	36,01	31,20	23,44	45,20
YIELD	2,35	3,42	5,05	2,29	0,60	6,26	7,52	9,78	11,94	5,39

EMBRAER ON						PARANAP PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,24	4,02	0,40	0,43	0,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
COTAÇÃO	9,00	12,35	12,51	12,80	19,30	11,12	8,35	9,00	8,00	8,60
YIELD	2,71	32,55	3,17	3,37	1,32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ITAUSA PN						GER TIETE PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,08	0,10	0,11	0,13	0,19	0,00	0,13	2,51	0,73	1,10
COTAÇÃO	1,87	1,93	2,17	1,88	3,41	10,20	11,39	16,00	11,50	13,00
YIELD	4,01	4,97	5,04	7,02	5,60	0,00	1,11	15,70	6,33	8,45
ITAUBANCO PN						INEPAR PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,00	0,00	0,15	0,28	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
COTAÇÃO	155,00	185,00	15,90	171,50	287,00	7,55	2,80	1,66	0,54	0,44
YIELD	0,00	0,00	0,93	0,16	0,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
GERASUL ON/TRACTEBEL						IPIR PETROLEO PN				
	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
PROVENTOS	0,00	0,00	0,15	0,28	0,75	0,70	0,44	0,37	0,00	1,05
COTAÇÃO	1,83	2,94	3,99	3,50	8,01	19,31	16,09	12,60	7,82	14,10
YIELD	0,00	0,00	3,70	8,07	9,39	3,63	2,73	2,90	0,00	7,46

Retornos anuais das ações				
Ações	Ano 2000	Ano 2001	Ano 2002	Ano 2003
Aracruz PNB	-33,12	44,64	79,21	65,05
Banespa PN	-5,72	61,64	176,45	59,54
Bradesco PN	38,43	-6,02	-9,72	56,27
Brahma/ Ambev PN	83,41	2,03	15,74	43,63
Brasil ON	-26,08	84,09	-1,40	162,27
Brasmotor PN	-39,00	30,58	-4,51	-3,12
Celesc PNB	-32,50	-20,47	17,39	56,96
Cemig ON	1,59	36,98	-18,12	65,00
Cemig PN	-27,35	19,32	-12,72	105,80
Cesp PN	101,23	-16,20	-52,40	100,84
Copel PNB	-5,74	10,53	-39,24	36,00
Copene/ Brasken PNA	10,74	-14,85	-50,82	507,73
Copesul ON	44,70	-46,84	-12,54	264,24
Duralex PN	3,18	-10,25	17,78	64,09
Eletróbrás ON	-6,84	-4,36	-23,69	110,27
Eletróbrás PNB	-10,85	-6,31	-16,97	112,55
Eletropaulo PN	-12,21	-11,62	-64,32	108,00
Embraer ON	44,41	7,23	22,48	53,49
Ger Paranap PN	-18,24	18,89	6,50	12,47
AES Tietê PN	11,67	47,24	-11,17	19,92
Gerasul/ Tractebel ON	60,07	47,31	-6,06	157,02
Inepar PN	-62,91	-40,71	-67,47	-18,52
Ipiranga Pet PN	-14,77	-19,71	-37,94	98,37
Itaubanco PN	22,88	-1,91	0,08	74,95
Itaúsa PN	8,71	16,36	-4,72	97,38
Klabin PN	0,70	-30,96	8,16	274,31
Light ON	12,56	-45,31	-55,24	70,58
Petrobrás ON	23,60	15,07	6,61	71,38
Petrobrás PN	1,31	19,46	-3,51	78,17
Sid Nacional ON	-10,08	18,88	46,16	265,91
Sid Tubarão PN	-21,74	5,49	102,46	213,01
Souza Cruz ON	-17,36	100,28	45,48	93,79
Telesp ON	-17,92	48,27	6,86	105,13
Telesp PN	-33,50	21,63	23,47	65,36
Trans Paulista PN	21,37	1,26	4,61	179,27
Usiminas PNA	-6,82	-21,14	4,13	453,10

Votorantin C P PN	-28,67	46,89	56,65	56,42
Vale do Rio Doce PNA	-5,04	32,76	87,36	58,81
Ibovespa	-10,72	-11,02	-17,01	97,34

Fonte: Programa e Software Económica – versão 2003.

Carteiras do ano 2000

MAIORES YIELDS

Empresas	Yields de 1999	Ret. anual	Valor Final	Dividendos	Beta
Cesp PN	16,57	101,23	20123,00	0,00	1,07
Souza Cruz ON	16,45	-17,36	8264,00	2375,90	0,39
Telesp ON	9,32	-17,92	8208,00	730,51	1,44
Copesul ON	8,64	44,70	14470,00	1384,77	0,64
Brasken PNA	8,09	10,74	11074,00	1269,08	1,01
Ambev PN	7,12	83,41	18341,00	187,07	0,45
Cemig ON	7,11	1,59	10159,00	263,11	0,84
Eletrobrás PNB	6,26	-10,85	8915,00	669,51	0,93
Bradesco PN	6,26	38,43	13843,00	714,29	0,93
Telesp PN	5,32	-33,50	6650,00	399,66	1,68
Sid Nacional ON	4,83	-10,08	8992,00	2537,54	0,97
Vale R. Doce PNA	4,56	-5,04	9496,00	665,66	0,36
Valor Final da Carteira/valorização do preço			138535,00		
Ganho com dividendos				11197,10	
Ganho da carteira (valorização do preço e proventos)				149732,10	0,89

MENORES E/OU NULOS YIELDS

Empresas	Yields de 1999	Ret. anual	Valor Final	Dividendos	Beta
AES Tietê PN	0,00	11,67	11167,00	123,95	0,11
Paranapanema PN	0,00	-18,24	8176,00	0,00	0,39
Tractebel ON	0,00	60,07	16007,00	0,00	0,45
Inepar PN	0,00	-62,91	3709,00	0,00	1,18
Klabin PN	0,00	0,70	10070,00	0,00	0,63
Light ON	0,00	12,56	11256,00	0,00	0,95
Trans Paulista PN	0,00	21,37	12137,00	495,18	1,08
Itaubanco PN	0,00	22,80	12280,00	0,00	0,80
Celesc PNB	0,21	-32,50	6750,00	16,20	0,69
Banespa PN	0,48	-5,72	9428,00	45,25	0,64
Votorantin CP PN	1,39	-28,67	7133,00	369,48	0,48
Petrobrás PN	1,77	1,31	10131,00	511,61	0,83
Valor Final da Carteira/valorização do preço			118244,00		
Ganho com dividendos				1561,67	
Ganho da carteira (valorização do preço e proventos)				119805,67	0,69

Carteiras do ano 2001

MAIORES YIELDS

Empresas	Yields de 2000	Ret. anual	Valor Final	Dividendos	Beta
Embraer ON	32,55	7,23	12379,26	13803,95	0,80
Souza Cruz ON	28,76	100,28	23121,49	26062,35	0,39
Sid Nacional ON	28,23	18,88	13724,20	16080,95	0,97
Sid Tubarao PN	14,10	5,49	12178,38	13631,30	0,79
Eletropaulo PN	12,80	-11,62	10203,10	11575,85	1,27
Brasken PNA	11,47	-14,85	9830,21	11577,77	1,01
Copesul ON	9,57	-46,84	6137,10	6828,66	0,64
Telesp ON	8,90	48,27	17117,15	20078,75	1,44
Brasmotor PN	8,73	30,58	15074,92	17230,20	0,21
Eletrobras PNB	7,52	-6,31	10816,12	12833,65	0,93
Vale do Rio Doce PNA	7,01	32,76	15326,59	17986,66	0,36
Telesp PN	6,01	21,63	14041,68	16210,11	1,68
Valor Final da Carteira/valorização do preço			159950,20		10,49
Ganho da carteira (valorização do preço e proventos)				183900,20	0,87

MENORES E/OU NULOS YIELDS

Empresas	Yields de 2000	Ret. anual	Valor Final	Dividendos	Beta
Klabin PN	0,00	-30,96	6802,97	7129,92	0,63
Light ON	0,00	-45,31	5388,97	5460,14	0,95
Inepar PN	0,00	-40,71	5842,24	5919,39	1,18
Tractebel ON	0,00	47,31	14515,44	15251,30	0,45
Paranap PN	0,00	18,89	11715,02	11869,73	0,39
Cesp PN	0,00	-16,20	8257,37	8366,42	1,07
Banespa PN	0,00	61,64	15927,47	16802,70	0,64
Itaubanco PN	0,00	-1,91	9665,46	9884,18	0,80
Celesc PNB	0,24	-20,47	7836,62	7940,11	0,69
Ambev PN	1,03	2,03	10053,70	10380,01	0,45
AES Tietê PN	1,11	47,24	14508,54	17008,07	0,11
Cemig PN	2,16	19,32	11757,40	12423,72	1,03
Valor Final da Carteira/valorização do preço			122271,19		8,39
Ganho da carteira (valorização do preço e proventos)				128435,69	0,68

Carteiras do ano 2002

MAIORES YIELDS

Empresas	Yields de 2001	Ret. anual	Valor Final	Dividendos	Beta
Brasil ON	23,07	-1,40	13142,57	16354,05	1,01
AES Tietê PN	15,70	-11,17	11840,31	14678,24	0,11
Souza Cruz ON	14,65	45,48	19391,30	25422,80	0,39
Eletrobras PNB	9,78	-16,97	11067,22	14243,65	0,93
Brasken PNA	8,97	-50,82	6555,29	7893,33	1,01
Vale do R. Doce PNA	8,58	87,36	24973,56	29979,19	0,36
Telesp ON	8,53	6,86	14243,56	19016,17	1,44
Sid Nacional ON	8,41	46,46	19521,92	24543,62	0,97
Usiminas PNA	7,20	4,13	13879,68	16551,57	1,26
Trasn Paulista PN	7,89	4,61	13943,66	18889,91	1,08
Telesp PN	6,81	23,47	16457,54	20940,75	1,68
Brasmotor PN	5,75	-4,51	12728,04	14958,73	0,21
Valor Final da Carteira/valorização do preço			164602,08		10,45
Ganho da carteira (valorização do preço e proventos)				207117,96	0,87

MENORES E/OU NULOS YIELDS

Empresas	Yields de 2001	Ret. anual	Valor Final	Dividendos	Beta
Light ON	0,00	-55,24	4560,72	4790,65	0,95
Celesc PNB	0,00	-39,24	6191,00	6957,04	0,79
Cesp PN	0,00	-52,40	4850,09	5094,62	1,07
Paranap PN	0,00	6,50	10851,57	11398,67	0,39
Inepar PN	0,00	-67,47	3314,57	3481,68	0,95
Ambev PN	1,90	15,74	2559,03	12701,03	0,45
Ipir Petroleo PN	2,81	-37,94	6323,46	6642,27	0,53
Votorantin C P PN	3,13	56,65	15961,49	17205,50	0,48
Embraer ON	3,17	22,48	12479,81	13550,78	0,80
Klabin PN	3,43	8,17	11021,73	11577,41	0,63
Brasil ON	3,46	-1,40	10046,62	11421,66	1,01
Sid Tubarao PN	3,56	102,46	20629,19	23287,95	0,79
Valor Final da Carteira/valorização do preço			108789,27		8,84
Ganho da carteira (valorização do preço e proventos)				128109,26	0,74

Carteiras do ano 2003

MAIORES YIELDS

Empresas	Yields de 2002	Ret. anual	Valor Final	Dividendos	Beta
Banespa PN	42,08	59,54	21883,85	30232,13	0,64
Trans Paulista PN	17,83	179,27	38307,02	51633,47	1,08
Telesp ON	16,12	6,86	14657,82	22103,11	1,44
Souza Cruz ON	14,03	93,79	26581,86	35233,93	0,39
Eletrobras PNB	11,94	112,55	29155,14	38663,13	0,93
Telesp PN	10,67	65,36	22682,17	33101,68	1,68
Copesul ON	9,92	264,24	49962,22	67588,53	0,64
Sid Nacional ON	9,35	46,16	20048,53	26836,44	0,97
Brasil ON	8,23	162,27	35975,16	47317,96	1,01
Tractebel ON	0,07	157,02	35255,02	48526,73	0,45
Sid Tubarao PN	7,47	213,01	42935,08	59362,66	0,79
Itausa PN	7,02	97,38	27074,30	35975,22	1,01
Valor Final da Carteira/valorização do preço			364518,17		11,03
Ganho da carteira (valorização do preço e proventos)				496574,99	0,92

MENORES E/OU NULOS YIELDS

Empresas	Yields de 2002	Ret. anual	Valor Final	Dividendos	Beta
Cesp PN	0,00	10,84	10048,50	11833,02	1,07
Copel PNB	0,00	36,00	12329,45	14691,82	0,95
Eletropaulo PN	0,00	108,00	18856,81	22205,60	1,27
Paranap PN	0,00	12,47	10196,27	12007,04	0,39
Inepar PN	0,00	-18,52	7386,79	8698,62	1,18
Ipir Petroleo PN	0,00	98,37	17983,77	22757,37	0,53
Klabin PN	0,00	274,31	33934,09	43145,32	0,63
Light ON	0,00	70,57	15463,49	18209,66	0,95
Itaubanco PN	0,16	74,95	15860,57	18725,81	0,80
Brasmotor PN	2,21	-3,12	8782,92	10342,68	0,21
Eletrobras ON	2,28	110,27	19062,60	22582,63	0,99
Ambev PN	2,52	43,63	13021,17	15772,15	0,45
Valor Final da Carteira/valorização do preço			182926,43		9,42
Ganho da carteira (valorização do preço e proventos)				220971,71	0,76